

INSTITUTO  
SUPERIOR  
DE CONTABILIDADE  
E ADMINISTRAÇÃO  
DO PORTO  
POLITÉCNICO  
DO PORTO

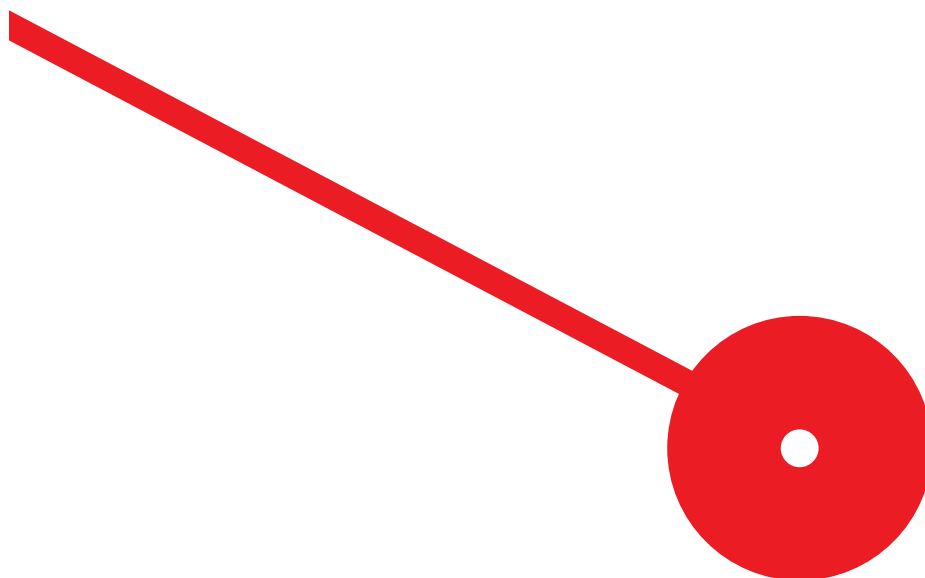
M

MESTRADO  
CONTABILIDADE E FINANÇAS

# Fusões e Aquisições em Portugal e as suas motivações: um estudo caso Helena Isabel da Silva Soares

*Versão final (Esta versão contém as críticas e sugestões dos elementos  
do júri)*

10/2019



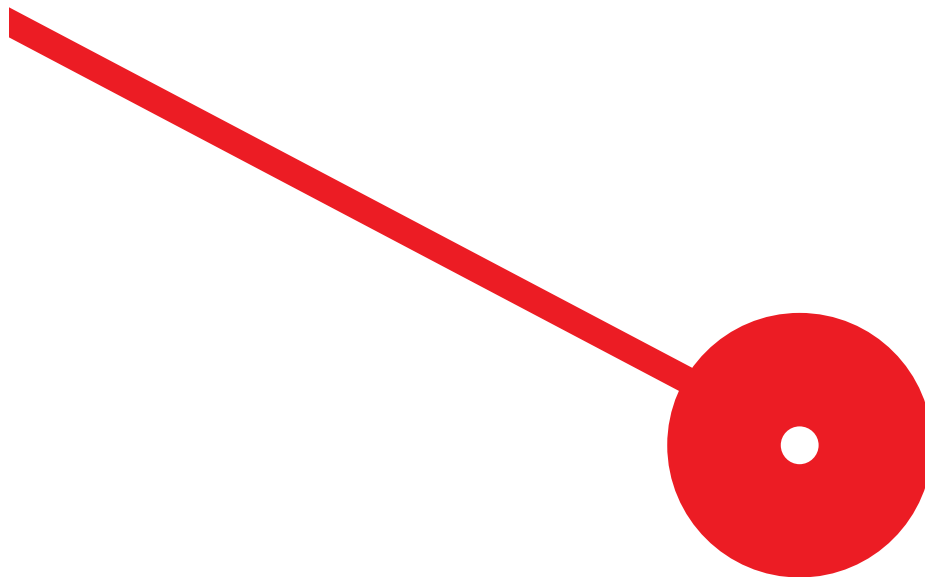
Helena Isabel da Silva Soares. Fusões e Aquisições em Portugal e as suas motivações: um  
estudo caso  
10/2019



# Fusões e Aquisições em Portugal e as suas motivações: um estudo caso

Helena Isabel da Silva Soares

**Dissertação de Mestrado  
apresentado ao Instituto Superior de Contabilidade e Administração  
do Porto para a obtenção do grau de Mestre em Contabilidade e  
Finanças, sob orientação do Doutor Mário Joel Queirós**



## **Agradecimentos**

Aos meus pais, à minha irmã, e aos meus amigos por toda a paciência que tiveram comigo ao longo deste processo.

Ao meu namorado, por me apoiar em todas as decisões e ajudar. Por me motivar e incentivar a não desistir.

Ao Doutor Mário Queirós que aceitou prontamente ser o meu orientador para este estudo. Pela sua disponibilidade demonstrada para qualquer dúvida que me surgisse a qualquer momento, por todas as suas sugestões para a melhoria do trabalho.

Ao Senhor Vitor Santos, em representação da *holding* em estudo, por terem aceite a minha proposta para analisar esta fusão. Pelo tempo disponibilizado em esclarecer todas as minhas questões.

## **Resumo:**

As fusões e aquisições são um processo, nos dias de hoje, cada vez com mais relevância em Portugal. As empresas recorrem a este processo para atingirem os seus objetivos, no mercado em que atuam, mais rapidamente. Verifica-se que este processo acontece mais entre empresas que atuam no mesmo mercado e/ou produzem os mesmos produtos ou serviços.

As empresas em estudo, pertencem ambas ao ramo da limpeza profissional, e estão inseridas numa *holding* com capital 100% português. A pedido das mesmas, os nomes das entidades atribuídos no presente estudo são nomes fictícios por motivos de confidencialidade.

O objetivo deste estudo é analisar o impacto deste processo antes e depois da fusão, através do cálculo de rácios económico-financeiros e da atividade considerados mais relevantes para este estudo caso. Também como objetivo secundário é apresentar as motivações das empresas e respectiva *holding* para a tomada desta decisão, identificadas no documento do projeto de fusão elaborado pelos intervenientes e aprovado em assembleia geral.

Este estudo será efetuado através de uma pesquisa qualitativa das demonstrações financeiras das duas empresas identificadas antes e após a fusão, recorrendo ao estudo caso de uma fusão por incorporação.

**Palavras chave:** Fusões e Aquisições, Motivações, Demonstrações financeiras, Rácios económico-financeiros.

## **Abstract:**

Nowadays, Mergers and acquisitions are a process with more relevance in Portugal. The companies use this process to fulfill their targets in the markets more quickly. It turns out that this process happens more between companies that are operating in the same market or produce the same products or services.

The companies in study, both belong to the professional cleaning branch and they are inserted in a holding with 100% Portuguese capital. As per their request, the names of the entities assigned in the present study are fictional names due to confidentiality reasons,

The goal of this study is to analyze the impact of this process before and after the merge, through the calculation of financial-economic ratios of the activity, considered more relevant for this study-case. Also as secondary goal, is to present the reasons of the companies and the respective holding for this decision, duly identified in the merge project documentation prepared by the stakeholders and approved in the general meeting. This study will be performed by a qualitative research of the financial demonstrations of the two companies identified before and after the merge, using a case study of a merger by incorporation.

**Key words:** Mergers and Acquisitions, Motivations, Financial demonstrations, Economic-financial ratios.

## Índice geral

Agradecimentos .....	iii
Resumo: .....	iv
Abstract: .....	v
Índice de tabelas .....	viii
Índice de figuras .....	ix
Lista de Abreviaturas .....	x
Capítulo - Introdução .....	1
Capítulo I – Revisão de Literatura Fusões e Aquisições .....	5
<b>1.1 Definições de Fusões e Aquisições</b> .....	6
<b>1.2 Tipos de fusões</b> .....	8
<b>1.2.1 Fusões horizontais</b> .....	9
<b>1.2.2 Fusões verticais</b> .....	9
<b>1.2.3 Fusões conglomerados</b> .....	9
<b>1.3 Motivações</b> .....	10
<b>1.4 As cinco vagas da história das fusões e aquisições</b> .....	15
<b>1.5 As fusões e aquisições na Europa e em Portugal</b> .....	17
Capítulo II – Rácios e indicadores financeiros .....	20
<b>2.1 Rácios de rendibilidade</b> .....	21
<b>2.2 Rácios de desempenho bolsista</b> .....	22
<b>2.3 Rácio de autonomia financeira</b> .....	23
<b>2.4 Rácios de liquidez</b> .....	23
<b>2.5 Rácios de atividade</b> .....	24
<b>2.6 Avaliação de empresas segundo modelo <i>cash-flows</i> descontados</b> .....	25
Capítulo III – Metodologia e estudo caso .....	29
<b>3.1 Caracterização do estudo caso</b> .....	30
<b>3.2 Objetivos</b> .....	30
<b>3.3 Metodologia</b> .....	31
<b>3.4 Estudo de caso</b> .....	31
<b>3.5 Análise dos rácios</b> .....	32
<b>3.5.1 Rácios de rendibilidade</b> .....	33
<b>3.5.2 Rácios de desempenho bolsista</b> .....	36

<b>3.5.3 Rácio de autonomia financeira</b> .....	38
<b>3.5.4 Rácios de liquidez</b> .....	38
<b>3.5.5 Rácios de atividade</b> .....	40
<b>3.5.6 Fluxos de Caixa</b> .....	42
<b>3.5.7 Avaliação de empresa segundo modelo <i>cash-flows</i> descontados</b> ..	44
Capítulo IV – Conclusão .....	47
Referências Bibliográficas .....	53
Apêndices .....	1
Anexos .....	1

## Índice de tabelas

Tabela 1 – Método para cálculo dos free cash-flows.....	26
Tabela 2 – Número de empregados nas duas entidades e na entidade após a fusão. ....	32
Tabela 3 - Cálculo do Indicador ROE de 2015 a 2018.....	2
Tabela 4 - Cálculo do Indicador ROS de 2015 a 2018 .....	2
Tabela 5 - Cálculo do Indicador RLV de 2015 a 2018.....	2
Tabela 6 - Cálculo do Indicador ROA de 2015 a 2018 .....	2
Tabela 7 - Cálculo do Indicador EPS de 2015 a 2018.....	3
Tabela 8 - Cálculo do Indicador PER de 2015 a 2018 .....	3
Tabela 9 - Cálculo do Indicador Autonomia financeira de 2015 a 2018.....	3
Tabela 10 - Cálculo de Liquidez Geral e Reduzida de 2015 a 2018 .....	4
Tabela 11 - Cálculo de PMR e PMP de 2015 a 2018 .....	4
Tabela 12 – Cálculo fluxos de caixa das atividades operacionais de 2015 a 2018. ....	5
Tabela 13 – Cálculo fluxos de caixa das atividades de investimento de 2015 a 2018.....	5
Tabela 14 – Cálculo fluxos de caixa das atividades de financiamento de 2015 a 2018.....	5
Tabela 15 – Cálculo free cash-flows da entidade resultante da fusão de 2018 e 2019 .....	6
Tabela 16 – Cálculo free cash-flows da entidade Eufóricos pela Limpeza de 2015 a 2017 .....	6
Tabela 17 – Cálculo free cash-flows da entidade Limpeza Certa de 2015 a 2017 .....	7
Tabela 18 – Cálculo valor estimado da entidade Resultante da fusão em 2019... ..	7
Tabela 19 – Número e valor de fusões em Portugal de 1991 a 2018 .....	2
Tabela 20 – Número e valor de fusões na Europa de 1991 a 2018 .....	3



## Índice de figuras

Gráfico 1 – Evolução das fusões e aquisições na Europa.....	18
Gráfico 2 – Evolução das fusões e aquisições em Portugal.....	19
Gráfico 3 – Cálculo da ROE de 2015 a 2018. ....	33
Gráfico 4 – Cálculo da ROS de 2015 a 2018.....	34
Gráfico 5 – Cálculo da RLV de 2015 a 2018. ....	34
Gráfico 6 – Cálculo da ROA de 2015 a 2018.....	35
Gráfico 7 – Cálculo do EPS de 2015 a 2018. ....	36
Gráfico 8 – Cálculo do PER de 2015 a 2018.....	37
Gráfico 9 – Cálculo da Autonomia Financeira de 2015 a 2018.....	38
Gráfico 10 – Cálculo da Liquidez Geral de 2015 a 2018. ....	39
Gráfico 11 – Cálculo da Liquidez Reduzida de 2015 a 2018. ....	39
Gráfico 12 – Cálculo do PMR de 2015 a 2018.....	40
Gráfico 13 – Cálculo do PMP de 2015 a 2018. ....	41
Gráfico 14 – Cálculo fluxos de caixa das atividades operacionais de 2015 a 2018. ....	42
Gráfico 15 – Cálculo fluxos de caixa das atividades de investimento de 2015 a 2018. ....	43
Gráfico 16 – Cálculo fluxos de caixa das atividades de financiamento de 2015 a 2018. ....	44
Gráfico 17 – Cálculo free cash flows de 2015 a 2019.....	45

## **Lista de Abreviaturas**

AFT- Ativos Fixos Tangíveis

AIP- Associação Industrial Portuguesa

CP- Capital Próprio

EBIT- Resultado operacional

EPS- Lucro por ação

FSE- Fornecimentos e Serviços Externos

g- taxa de crescimento

IMAA- Institute for Mergers, Acquisitions and Alliances

NFC- Necessidades em Fundo Maneio

NIF- Número Identificação Fiscal

PER- Price Earnings Ratio

PMP- Prazo médio de pagamentos

PMR- Prazo médio de recebimentos

Rcp- Taxa de retorno para o CP

Rf- Taxa remuneração isenta de risco

Rm- Taxa remuneração índice do mercado

RLP- Resultado líquido do período

RLV- Rendibilidade líquida das vendas

ROA- Rendibilidade do ativo

ROE- Rendibilidade dos capitais próprios

ROS- Rendibilidade operacional das vendas

S.A.- Sociedade Anónima

WACC- Custo do capital médio ponderado



Nos dias de hoje, as fusões e aquisições têm apresentado um grande crescimento na Europa, e Portugal também segue a mesma tendência. Em Portugal, o ano com maior número de fusões foi em 2000; já na Europa registou-se no ano de 2007.

As fusões e aquisições, a nível nacional, começaram a demonstrar muito impacto com a fusão da Optimus e da ZON, que deram origem à atual NOS, pois estas duas entidades possuíam uma carteira de clientes muito vasta e com grande impacto no mercado. Com esta fusão, criaram um grande impacto no mercado em que atuam, das telecomunicações, e investindo em novos produtos inovadores.

As fusões estão a aumentar em Portugal e com impacto mediático, daí ser um tema que suscite interesse em tentar entender o que leva as entidades a optarem por este processo. As demonstrações financeiras ajudam também a entender a necessidade desta opção. A principal motivação para a escolha deste tema é conseguir identificar as motivações para a escolha deste processo, tanto pela entidade incorporada como a incorporante. Uma entidade deixa de existir, e por outro lado a entidade incorporante aumenta a sua carteira de clientes, mas também passa a suportar mais custos.

Vários autores defendem que este processo cria valor para a nova entidade, mas existem sempre algumas questões levantadas perante esta decisão.

Por outro lado, muitas vezes este processo levanta alguns dilemas, como é o caso do número excessivo de trabalhadores. Antes da fusão, as duas entidades são empresas independentes, com trabalhadores em vários departamentos e funções. Após fusão, apesar de diversas entidades demonstrarem que os trabalhadores da entidade incorporada serão incluídos na entidade incorporante, habitualmente a administração desta nova entidade considera que o número de trabalhadores é excessivo, visto que existem trabalhadores com as mesmas funções, que eram de duas entidades distintas antes deste processo. Estas poderão rever, modificar e acumular diversas funções dos trabalhadores, mas inevitavelmente, haverá sempre alguns que serão considerados desnecessários. Como afirma Rodrigues (1998),

*Os trabalhadores das empresas envolvidas são, muito frequentemente, afetados de forma importante por aquelas operações. De facto, estas são frequentemente acompanhadas por alterações no nível de emprego, sendo comum a convicção de que quase sempre no sentido da sua redução, ou, pelo menos, por redefinições de funções e de políticas remuneratórias.*

As entidades, com este processo, estão à procura de aumentar o seu mercado de atuação, mas também diminuir os custos, nos quais estão incluídos os trabalhadores das entidades.

O principal objetivo deste estudo é verificar o impacto que o processo de fusão teve nesta nova entidade, analisando os rácios considerados mais significativos para estas, como por exemplo os rácios de rendibilidade, de desempenho bolsista e da atividade. Para o cálculo dos diversos rácios, são utilizadas as demonstrações financeiras dos Relatórios e Contas das duas entidades em estudo. Temos também, como objetivos secundários, efetuar o cálculo do *cash flow* previsional para o ano de 2019 da entidade resultante da fusão e qual o será o valor da entidade no final desse mesmo ano, de acordo com o método de avaliação dos *cash-flows* descontados; verificar as principais motivações para as entidades envolvidas e da *holding*, onde estas estão inseridas, para esta tomada de decisão.

Neste estudo de caso levantam-se algumas questões essenciais e que serão respondidas no decorrer do estudo, como é o caso da alteração do número de trabalhadores na empresa resultante da fusão.

Para esta análise será utilizada a pesquisa quantitativa através das demonstrações financeiras das entidades em análise, para o estudo caso desta fusão por incorporação. A pesquisa para a revisão da literatura é baseada, principalmente, em livros publicados acerca desta temática, em artigos científicos de autores nacionais e internacionais assim como algumas dissertações que abordam este tema.

Para a identificação das motivações inerentes ao processo de fusão das duas entidades do estudo caso, recorre-se à análise do projeto de fusão elaborado pelas mesmas. Através das demonstrações financeiras, contidas nos relatórios e contas das entidades dos anos em estudo, extrai-se a informação das mesmas para o cálculo de rácios económico-financeiros.

Depois desta introdução, segue-se o capítulo I onde é apresentada a revisão de literatura da temática Fusões e Aquisições, seguindo-se o capítulo II onde são apresentados os rácios de rendibilidade, de desempenho bolsista, de autonomia financeira, de liquidez e de atividade e a ótica de avaliação de empresas segundo o método dos *cash-flows* descontados, que serão utilizados no estudo empírico. No capítulo III é apresentado o estudo de caso e a caracterização do mesmo, o objetivo, a metodologia adotada. Neste mesmo capítulo também são apresentados os cálculos dos rácios explicados no capítulo anterior, as três atividades dos fluxos de caixa das entidades e ainda será apresentada uma avaliação de empresas, segundo o modelo dos fluxos de caixa descontados. Por fim, são apresentadas as

considerações finais deste estudo, as limitações do mesmo e eventuais pistas de investigação futuras.

## **CAPÍTULO I – REVISÃO DE LITERATURA FUSÕES E AQUISIÇÕES**

---

O processo de fusão acontece na maior parte das vezes, para as empresas atingirem certos objetivos (como por exemplo, quando se fundem duas empresas pertencentes a uma *holding*), e também para obtenção de criação de maior valor para as duas empresas e o grupo em que estão inseridos. Também quando este processo acontece entre duas ou mais empresas que não têm nenhuma ligação entre elas, os objetivos inerentes à fusão são beneficiar os acionistas de ambas as entidades, passando estes a serem parte integrante da empresa absorvente.

“A estratégia de fusões e aquisições da empresa deverá acompanhar a estratégia empresarial, existindo três linhas de ação, sendo elas:

- Objetivos claros: As melhores práticas indicam clareza e rigor durante o processo;
- Conhecer o mercado: Os gestores deverão alocar recursos *in-house* ou *outsourcing* para identificar os alvos certos na altura certa;
- Integração: Capacidade de extrair o máximo de rentabilidade da operação é imperativo” (AIP, 2013).

Vários autores apresentam diversas definições para fusões e aquisições, dependendo também do tipo de fusão, dos motivos para esta tomada de decisão e da forma como estas são orientadas.

De seguida, será efetuado um levantamento de algumas definições deste tema em análise, tendo em conta a posição de vários autores.

## **1.1 Definições de Fusões e Aquisições**

Segundo Lopes (2010), fusão é

*a operação pela qual uma ou várias sociedades, por meio de uma dissolução sem liquidação, transferem para outra ou para sociedade por elas a constituir, todo o seu património ativo e passivo, mediante a atribuição aos acionistas da ou das sociedades incorporadas de ações da sociedade incorporante.*

Já Ventura (1990), diz que

*Fusão em geral significa combinação de dois ou mais corpos num só. A essência da fusão de sociedades consiste em juntar os elementos pessoais e patrimoniais de duas ou mais sociedades preexistentes, de tal modo que passe a existir uma só sociedade.*



De acordo com Alam, *et al* (2014), “uma fusão é uma estratégia de junção de dois negócios. Basicamente uma fusão ocorre quando duas empresas juntam-se ou fundem-se para formar uma única empresa mas com um novo nome”.

Para Weston, Mitchell e Mulherin (2004), “fusões referem-se a acordos negociados que vão de encontro com certos requerimentos técnicos e legais”.

Gaughan (2007), explica que “uma fusão é uma combinação de duas entidades em que apenas uma empresa sobrevive, e a empresa incorporada deixa de existir. Numa incorporação, a sociedade incorporante assume os ativos e passivos da incorporada”.

Segundo Camargos e Barbosa (2003), “os processos de fusões e aquisições constituem uma maneira rápida de uma firma crescer, entrar em mercados, defender-se de aquisições indesejadas, aproveitar oportunidades de investimento, ou até mesmo de alguns participantes desses processos lucrarem às expensas de outros”.

Já as aquisições acontecem quando outra empresa ou um uma pessoa em nome individual, que se tornará um acionista da empresa em causa, adquirem parta da empresa, de acordo com Silva (2015), aquisição “respeita apenas à aquisição total ou parcial de uma empresa. A aquisição pode ser minoritária ou de controlo”.

“Nas aquisições, a avaliação da criação de valor tende a ser efetuada em relação ao comprador e ao vendedor, devendo ser vistas como duas faces da mesma moeda” (Ferreira, 2017).

As reestruturações consistem “em olhar para uma organização de forma realista e decidir o que pode ser feito para obtenção de melhorias de forma continuada” (Ferreira, 2017). As aquisições, fusões, cisões, reformulações ajustamentos, são alguns exemplos de reestruturações.

Para Valente (2005), “podem distinguir-se as fusões, tendo como critério a permanência (ou não) dos acionistas. Teremos uma aquisição quando os acionistas de uma das empresas abandonam, e falaremos de uma fusão quando todos ficam como acionistas”.

Para considerar se uma fusão é amigável ou hostil, depende sempre como esta foi dirigida, ou seja, se era um processo bem aceite por ambas as partes ou não, como explica Hirschey, no seu estudo sobre fusões.

Para Hirschey (1986), “fusões amigáveis podem ser definidas como uma mudança no dono cooperativo sem que estas sejam acompanhadas pela mudança no controlo de gestão”. Hirschey (1986), também afirma que estas fusões são uma maneira de aumentar o capital humano em proveito da gestão para a empresa alvo.

Já uma fusão hostil “pode ser definida como uma compra bem-sucedida não solicitada que resulta na substituição da gestão da empresa alvo” (Hirschey, 1986). Quando uma entidade quer analisar toda a informação acerca de outra para uma possível fusão, esta poderá utilizar um gestor considerado bem-sucedido, com grande capacidade para conseguir “avaliar as capacidades dos gestores dentro da organização e das equipas de gestão competitivas (...) detetar falhas de uma gestão ineficaz e de aproveitar a oportunidade providenciada pela ineficácia” (Hirschey, 1986). Com toda a informação relevante em sua posse, e sem o conhecimento da empresa alvo, ou seja, através da recolha da informação do gestor e não propriamente pela análise dos dados que são públicos, se a entidade tiver a intenção de efetuar uma fusão, neste caso esta é considerada uma fusão hostil.

De acordo com Vieito e Maquieira (2010), uma entidade que apresente sempre elevados resultados líquidos, e não faça aplicação de nenhuma forma desses resultados, está suscetível de ser alvo de fusões ou aquisições hostis.

Existem ainda duas formas distintas de as fusões se realizarem, por incorporação e por concentração. Vários autores definem estes dois tipos de fusões.

- a. Fusão por incorporação: Segundo os autores Ferreira (2017), Silva (2015), e Andersen (1994) o património da empresa passa todo para a empresa incorporante, sendo entregues aos sócios da empresa incorporada, ações ou quotas.
- b. Fusão por concentração: Segundo Silva (2015), estamos na presença desta fusão quando existe a criação de uma nova empresa, para a qual é transferido todo o património das empresas incorporadas e se atribuem aos acionistas, quotas ou ações, conforme as negociações durante o processo. Também pode ser considerada fusão pura quando os objetivos em vista são “a criação da nova entidade com mais poder, maior dimensão, melhores produtos e melhor imagem (...) para obtenção de melhores resultados” (Ferreira, 2017).

## **1.2 Tipos de fusões**

As fusões podem ser classificadas de três formas diferentes de acordo com vários autores, podem ser horizontais, verticais ou conglomeradas.

De seguida, irá ser feito um levantamento de acordo com vários autores, acerca destes três tipos de fusões.

### **1.2.1 Fusões horizontais**

De acordo com Brealey e Myers (1992), e Matos e Rodrigues (2000), ambos afirmam que uma fusão é classificada como horizontal, quando ambas as entidades que estão no processo de fusão operam no mesmo ramo de atividade. No estudo de Gonçalves (2017), este afirma que as fusões horizontais ocorrem “quando duas ou mais empresas do mesmo setor de atividade se concentram, produzindo o mesmo produto, obtendo maior quota de mercado e maior competitividade relativamente aos concorrentes”. Nestes tipos de fusões, as empresas nelas inseridas, também “visam criar situações de monopólio dentro de determinada indústria uma vez que operam no mesmo mercado” (Barata, 2002).

### **1.2.2 Fusões verticais**

Acontecem quando o comprador está focado “na fonte das matérias-primas ou na direção do consumidor final” (Brealey e Myers, 1992). Matos e Rodrigues (2000), afirmam que fusões verticais são “fusões entre empresas que atuam em diferentes fases da cadeia de produção e distribuição de produto ou serviço”. Já Ferreira (2017), em sintonia com os autores citados anteriormente, afirma que se trata de “empresas contratantes a operarem na mesma indústria, embora estejam envolvidas em diferentes estádios de produção”. Segundo Gonçalves (2017), este tipo de fusões ocorrem com o objetivo de controlar a produção de determinados produtos, reduzindo custos e atuando no mercado de uma forma mais direta.

Em sintonia, Barata (2002), também aponta o principal objetivo como sendo a expansão da produção, melhorando as empresas a nível da concorrência e o controlo dos recursos, mediante “integração das operações a montante (matérias-primas) a jusante (produtos acabados) e a concomitante redução de custos”. Nestas fusões, as empresas em causa têm, normalmente, uma relação “fornecedor-cliente” (Barata, 2002).

### **1.2.3 Fusões conglomerados**

Nestas fusões, os processos podem ser divididos ainda entre três tipos de operações, de acordo com Vieito e Maquieira (2010), por expansão de produtos, expansão da área geográfica e puro conglomerado, ou seja, não se inclui nas duas anteriores. Tanto para Matos e Rodrigues (2017), como para Vieito e Maquieira (2010), as fusões em conglomerado, podem ser divididas em três formas:

- Expansão do mercado: têm uma estratégia envolvente, a estratégia da diversificação quando as entidades estão inseridas em mercados não relacionados, daí o objetivo da diversificação de mercados de atuação;

- Expansão da área geográfica: Gonçalves (2017), afirma que estas fusões dão-se entre entidades que não estão inseridas no mesmo mercado inicialmente, e fundem-se para combinar as duas áreas distintas. Assim, as empresas reduzem a volatilidade e aumentam a visibilidade por estarem inseridas em mais áreas de atividade.
- Puro conglomerado: De acordo com Vieito e Maquieira (2010), quando a fusão é efetuada com o objetivo de expandir o produto e ao mesmo tempo a área geográfica, temos de considerar, então, como uma fusão através de puro conglomerado.

Nas fusões em conglomerado, Barata (2002), apresenta como principal objetivo a redução do risco de negócio, aumentando assim o poder económico mediante expansão e diversificação.

De acordo com Brealey e Myers (1992), as fusões de conglomerado ocorrem entre empresas que não têm relação na área de atividade. Weston *et al* (2004), afirma que as fusões em conglomerado “envolvem empresas dedicadas a tipos de atividade comercial não relacionadas”.

“Um caso de difícil classificação ocorre quando a fusão se dá entre empresas que atuam na mesma área geográfica e vendem produtos que, embora diferentes, compartilham canais de comercialização ou processo produtivo” (Matos e Rodrigues, 2000).

### 1.3 Motivações

Existem várias motivações para as empresas decidirem efetuar um processo de fusão e aquisição, de acordo com o tipo de fusão, qual o objetivo, entre outras razões, mas em todos os casos específicos, existem sempre duas motivações que são dominantes independentemente da área de mercado, “aumento de quota de mercado onde atua e maior amplitude geográfica de atuação” (AIP, 2013). Outras motivações são mais específicas, tendo em conta o mercado em que atua, o tipo de produto vendido ou serviço prestado, entre outras razões.

Sherman e Hart (2006) defende que as entidades recorrem ao processo de fusões e aquisições pois “alguns negócios são motivados pela necessidade de transformar a identidade cooperativa”.

Abaixo, podemos encontrar diversas motivações para o processo de fusões e aquisições:

- A entrada num novo mercado, para a criação de uma “nova linha de produtos ou aumentar o raio de distribuição” (Sherman, 2010; e Alam, Khan e FareehaZafar, 2014) e aumentar a quota de mercado, pois as “concentrações são a forma mais rápida de crescimento imediato” (Araújo, Silva, Silva, Pereira e Vaz, 2017);
- Economias de escala e sinergias: “ao nível da partilha de clientes e de bases tecnológicas” (Araújo *et al*, 2017). A fusão de duas empresas pode apresentar “reduções significativas em termos de custo de produção, de prestação de serviço” (Vieito e Maquieira, 2010). Tanto Weston *et al* (2004) como Brealey e Myers (1992), concordam que as economias de escala são usadas para atingir os objetivos das fusões horizontais;
- Ter em atenção as tendências dos consumidores, como afirma Sherman e Hart (2006), a tecnologia que se vai atualizando muito rapidamente, uma concorrência feroz, mudanças nas preferências dos consumidores, a pressão cada vez maior para o controlo dos custos e consequentemente redução do orçamento;
- A pressão da sociedade atual para a criação de produtos inovadores. Segundo Sherman e Hart (2006): novos produtos tecnológicos importantes para a indústria tecnológica, novos procedimentos médicos avançados e novas fontes de energia para a indústria petrolífera;
- “Manter a competitividade ou para um balanço sazonal ou para uma tendência de mercado cíclica” (Sherman e Hart, 2006), como se verificou nas fusões que aconteceram nos últimos anos;
- Obter “acesso a recursos e competências específicas. (...) O facto de a empresa ser grande permite recrutar e manter os melhores quadros” (Araújo *et al*, 2017);
- A globalização e a internacionalização: “torna-se essencial ter uma dimensão que permita enfrentar a capacidade financeira e experiência internacional das empresas” (Araújo *et al*, 2017);
- “Diversificações de riscos quando os *cash-flows* das empresas adquirida ou adquirente não têm correlações positivas” (Araújo *et al*, 2017);
- Se este processo assegurar que “As duas empresas valem mais juntas do que separadas, porque cada uma adquire algo que não tem, e consegue-o a um custo menor” (Araújo *et al*, 2017);
- Mudança da gestão: A nova gestão aquando do processo de fusão pode ser benéfica na medida em que são pessoas novas aquela entidade que podem “estar munidas de

conhecimentos que permitem explorar as ineficiências da gestão anterior” (Vieito e Maquieira, 2010);

- **Ganhos fiscais:** Algumas empresas entram no processo de fusão também pelos benefícios fiscais, ou seja, quando duas empresas se fundem passam de duas entidades a apenas uma, então “poderá originar o pagamento de menos impostos (...) uma empresa que apresenta elevados resultados positivos que adquire uma outra com perdas acumuladas significativas” (Vieito e Maquieira, 2010). Quando uma empresa tem prejuízos fiscais, mas não pode aproveitar esse benefício por ter lucros baixos, então pensam em fundir-se com outra empresa que geram maiores lucros tributáveis, e assim poderem aproveitar esses benefícios, como Brealey e Myers (1992), faz esse levantamento de possíveis benefícios através da fusão. As empresas fundem-se “com outras empresas que estavam a gerar lucros tributáveis de forma que os prejuízos transitáveis pudessem ser aproveitados” (Brealey e Myers, 1992);
- **Combinação de recursos complementares:** quando a “empresa objetivo tem algo que complementa a produção ou a prestação de serviços da empresa adquirente” (Vieito e Maquieira, 2010). Para Brealey e Myers (1992), uma empresa pequena pode ter um produto muito bom para o mercado, mas não tem “estrutura técnica e comercial para produzi-lo e vendê-lo em grande escala”. É mais rápido e fácil aumentar esta escala, quando a empresa pequena se funde com uma de grandes capacidades;
- Alam *et al* (2014), identificam as principais razões das fusões e aquisições de entidades ao serem efetuadas com o benefício para os acionistas das empresas em causa, aumentando assim o valor destes através:
  - “Redução de custos que é alcançada com a combinação de departamentos, (...) levando a um aumento da rentabilidade;
  - Aumento das receitas absorvendo o maior adversário direto;
  - Venda cruzada de produtos e/ou serviços;
  - Poupança nos impostos que são alcançados quando uma empresa rentável se funde com uma empresa menos rentável;
  - Diversificação que pode estabilizar os ganhos e aumentar a confiança dos investidores”.

As motivações para as fusões podem divergir conforme se apresentem por parte do comprador ou do vendedor, pois estes têm objetivos diferentes quando se trata de fusões ou aquisições hostis.

Quanto à empresa considerada como vendedora, esta tem como principais motivações para efetuar a transação a “falta de sucessores, adversidades do negócio, incapacidade para competir, a falta de capital para a empresa crescer, sem capacidade para diversificar e a perda de colaboradores ou clientes chave” (Sherman e Hart, 2006).

Já quanto à empresa considerada como compradora, esta tem como principais motivações para este processo “novas oportunidades para aumentar receitas, o desejo de diversificar, a aquisição estratégica de valor, alcançar novos canais de distribuição ou eficiências. Diversificar novos produtos ou mercados e acesso a novas tecnologias” (Sherman e Hart, 2006).

“A criação de valor e de riqueza é a razão de ser qualquer empresa ou organização, e a medida de última linha para o seu julgamento” (Ferreira, 2017).

No entanto, o processo de fusões e aquisições também pode levantar alguns problemas, como refere Araújo (2017):

- “Choques culturais: Perigo de choque entre culturas da empresa adquirida e da adquirente (...);
- Incapacidade de realizar economias de escala ou sinergias: (...) as economias de escala e sinergias são um ganho em potência e, neste sentido só existem se a gestão as souber aproveitar (...);
- Fuga de clientes: os clientes poderão abandonar a empresa objeto da aquisição ou fusão (...);
- Diversificação também pode constituir um risco.” (Araújo, 2017).

Apesar dos problemas que podem acontecer num processo de fusão, como foi referenciado acima, no estudo acerca das motivações e efeitos nas empresas em Portugal, Gonçalves (2017), identifica os principais fatores de sucesso em pós-aquisições, citando Trautwein (1990), sendo elas:

- “Desenvolver uma visão clara e metas para a integração;
- Reconhecer e respeitar as culturas com o objetivo de misturá-las;
- Manter as pessoas chave da organização adquirida;

- Contratar um consultor para ajudar com o processo.” (Gonçalves, 2017).

No estudo realizado de Nogueira (2017), esta cita Martynova, *et al.* (2006), que evidencia alguns pontos importantes que podem ajudar para a obtenção de sucesso neste processo:

- a) Método de pagamento: “quanto ao método de pagamento escolhido existem três opções: através de dinheiro (*cash*), recorrendo a dívida (financiamento externo), ou através de ações representativas de capital social (*stock*)” (Nogueira, 2017). Para Faccio e Masulis (2004), citado por Nogueira (2017), “no caso das operações que são pagas em dinheiro, os mercados estão mais seguros sobre o verdadeiro valor e qualidade do negócio, do que quando estas são pagas em ações”;

- b) Diversificação do negócio *vs* aposta no *core business*:

*a criação de empresas diversificadas está também ligada a uma série de desvantagens, por exemplo, a atitude de procura descomedida de lucros (por parte dos gestores), o surgimento de problemas de agência dentro da empresa, os gestores não estarem familiarizados com o setor de atividade da adquirida* (Jensen, 1986; Martynova, *et al.*, 2006, ambos citados por Nogueira, 2017).

Já para Agrawal, *et al* (1992), citado por Nogueira (2017) “as fusões que focam no *core business* possuem um desempenho inferior às transações cujo objetivo é a diversificação, justificando a sua posição com a possibilidade de os conglomerados terem acesso a fontes de financiamento com menores custos”;

- c) Fusões entre empresas nacionais *vs* fusões transfronteiriças:

*a internacionalização permite que as entidades beneficiem das imperfeições dos mercados financeiros, possibilitando diminuir o valor dos investimentos e dos custos operacionais (...). Por outro lado, as diferenças regulatórias e culturais entre a entidade investidora e os países-alvo podem levar a complicações na gestão do processo pós-fusão e, consequentemente, à não realização das sinergias previstas, o que contribui para a diminuição do desempenho pós-fusão* (Nogueira, 2017);

- d) Fusão amigável *vs* fusão hostil: “Uma fusão pode ser considerada amigável se tiver o consentimento de ambas as partes envolvidas, por outro lado, esta será classificada como hostil se a empresa-alvo não tenciona ser comprada” (Nogueira, 2017). As



ofertas hostis podem trazer maior “benefício aos acionistas pois, sendo as fusões hostis mais caras do que as amigáveis, estas só irão compensar se realmente forem criadas sinergias” (Martynova, *et al.*, 2006; citada por Nogueira, 2017);

- e) Tamanho das empresas: “uma das características que mais capacidade tem para influenciar o desempenho após uma fusão é o tamanho das empresas nela envolvidas” (Healy *et al*, 1992, citado por Nogueira, 2017). Se numa fusão

*a adquirida é uma grande empresa, é mais propenso que, neste caso, dado o tamanho das entidades, se alcancem consideráveis sinergias e economias de escala, levando, assim, a um melhor desempenho pós-fusão do que nos casos cuja adquirida é uma entidade de pequena dimensão. Em contrapartida, a empresa adquirente poderá ter de enfrentar dificuldades em integrar a empresa-alvo* (Nogueira, 2017).

Assunção (2016), no seu estudo realizado acerca do impacto das fusões na reestruturação de um grupo, citou Damodaran (2002), onde este aponta três abordagens de avaliação das fusões, sendo elas:

- “Avaliação de fluxo de caixa descontado: relaciona o valor de um ativo para o valor presente dos fluxos de caixa futuros esperados sobre esse ativo;
- Avaliação relativa: estima o valor de um ativo, olhando para os preços de ativos “comparáveis” em relação a uma variável comum, tais como lucros, fluxos de caixa, valor contabilístico ou vendas;
- Avaliação de dívida contingente: utiliza opção com modelos de preços para medir o valor dos ativos que compartilham características de opção. Alguns desses ativos são negociados com bónus de subscrição, e algumas dessas opções não são negociados e são baseadas em ativos reais, como por exemplo: projetos, patentes e as reservas de petróleo. Estes últimos são muitas vezes chamados de opções reais” (Assunção, 2016).

#### **1.4 As cinco vagas da história das fusões e aquisições**

Durante a história das fusões e aquisições, vários autores consideram que existiram certos períodos importantes, identificando cinco vagas de fusões e aquisições que foram importantes em contextos “macroeconómicos, financeiros e jurídicos” (Semedo, 2012), sendo elas:

- 1) Grande Vaga, entre 1897 e 1904: Martynova & Renneboo (2008) citados por Semedo (2012), indicam que esta “vaga é caracterizada essencialmente por operações de fusões e aquisições horizontais, que conduziu a concentrações monopolistas dentro de alguns sectores de mercado”. Segundo Gaughan (1996), “este período de fusão é conhecido pelo seu papel por criar grandes monopólios”;
- 2) Após a primeira grande guerra, entre 1916 e 1929: Para Gaughan, (1996), a segunda onda de fusões seguia o padrão da primeira, mas muitas fusões “resultaram numa estrutura industrial oligopolistas. A economia nos EUA, durante esta segunda onda desenvolveu-se significativamente “principalmente devido à evolução da economia pós primeira guerra Mundial, que providenciou muito investimento de capital para muitos mercados seguros” (Gaughan, 1996);
- 3) A terceira vaga ocorreu entre 1955 e 1970: Para Ferreira (2002), citado por Semedo (2002), “a principal notoriedade desta vaga terá sido o grande número de operações de F&A diversificadas, ou seja, a expansão de certas empresas para sectores diferentes, que levou ao aparecimento dos conglomerados”. Tanto Geraldles (2009) como Gaughan (1996), afirmam que eram as fusões de conglomerado que tinham maior impacto neste período;
- 4) A quarta vaga ocorreu entre 1984 e 1989: Segundo Semedo (2002), esta vaga caracteriza-se pela “recuperação do mercado do *crash* anterior a esta data, caracterizou-se pelo aparecimento de novos produtos financeiros, novos mercados, pelo tipo de pagamento, pelo tipo de F&A apresentada”. Também esta onda foi caracterizada pela hostilidade ou não das fusões e aquisições, “Se aprovassem uma fusão, a transação seria amigável; se se opusessem, seria considerada hostil ou não amigável” (Geraldles, 2009);
- 5) A quinta vaga surgiu após 1992: Surge esta vaga “em consequência das evoluções tecnológicas e da recuperação dos mercados e caracteriza-se pela sua natureza estratégica e expansão além-fronteiras das empresas” (Semedo, 2002). Esta última onda de fusões, foi caracterizada pelo aumento significativo de transações, não só nos Estados Unidos da América como na Europa e na Ásia. De acordo com Geraldles (2009), neste período, as fusões aconteceram “de forma estratégica, envolveram empresas que tinham como objetivo a expansão em novos mercados ou que antecipavam grandes ganhos em sinergias”. Gaughan (1996), também afirma que nesta quinta onda os gestores focam-se em “acordos estratégicos que não dependiam da alavancagem”.

## **1.5 As fusões e aquisições na Europa e em Portugal**

Os processos de fusões e aquisições em Portugal têm tido um grande impacto nos últimos anos, também devido às fusões de grandes empresas, não pelos valores relativos às transações efetuadas nem pelo volume, mas pelo impacto na sociedade, como é o caso das empresas de telecomunicações, hoje denominada de NOS.

Já há mais de 20 décadas que esse aumento tem sido verificado, sendo um dos principais objetivos “reforçar, reestruturar e modernizar a nossa indústria e comércio” (Andersen, 1994). Nos últimos anos, tem-se registado um aumento ainda mais significativo, sendo a quinta vaga das fusões e aquisições muito importante para o crescimento deste processo em Portugal.

No ano de 2018, segundo o relatório do Institute for Mergers, Acquisitions and Alliances (IMAA), o número de fusões foi mais ou menos constante, desde os três anos anteriores.

Em termos globais, no ano de 2018, segundo o IMAA, o Uruguai foi o país com mais fusões e aquisições em 2018, e no sentido oposto, a Roménia foi o país com menor número de transações.

No gráfico abaixo, podemos verificar a evolução das fusões na Europa, desde 1991 até aos dias de hoje.

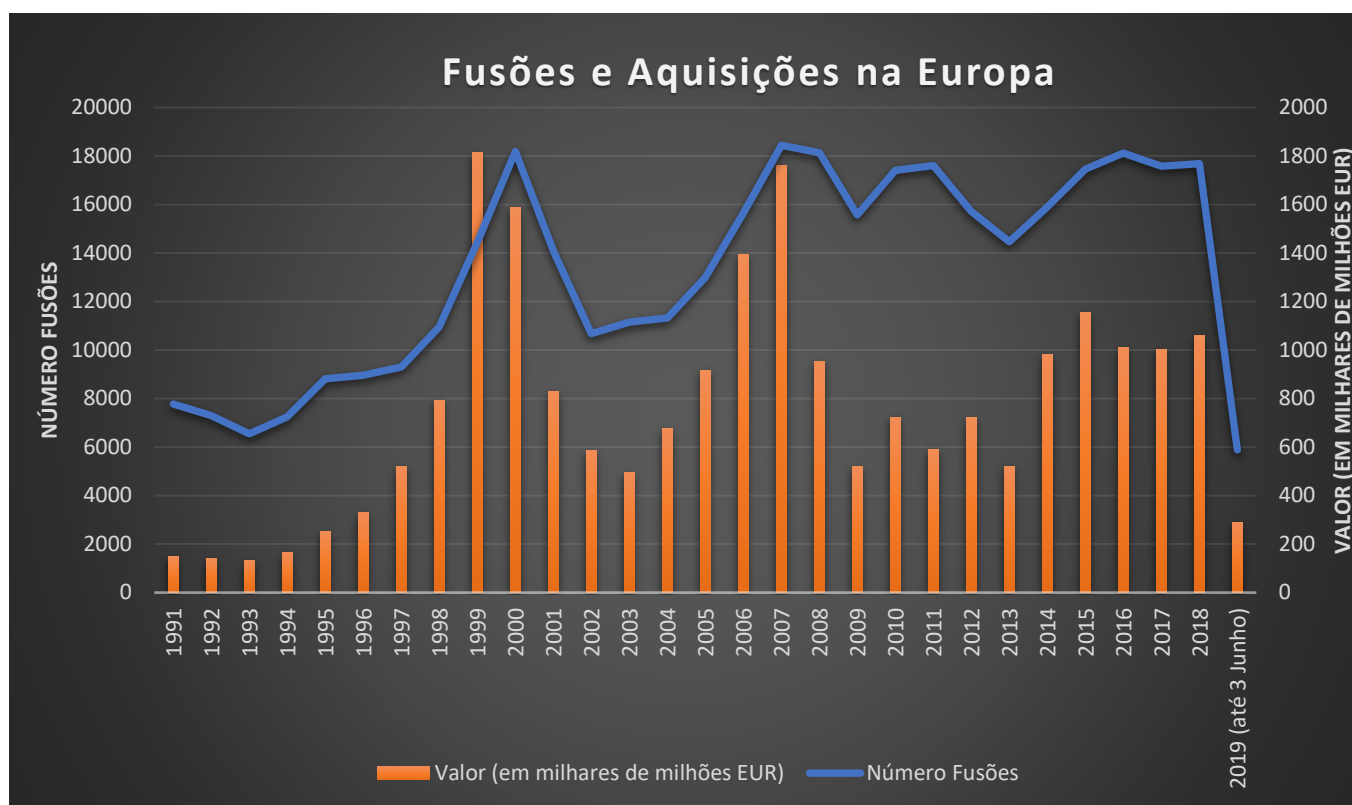


Gráfico 1 – Evolução das fusões e aquisições na Europa.

Fonte IMAA em 09/06/2019

De acordo com o gráfico 1, existiram várias oscilações na história das fusões e aquisições. Verifica-se que no ano de 2007, houve um pico relativamente ao valor dessas transações, sendo que o número desses processos não foi muito mais elevado em comparação com o ano seguinte, apesar de o seu valor ter diminuído bastante.

De 2016 a 2018, o número de transações e o valor dessas foram aproximados, não houve grandes oscilações.

Relativamente às fusões em Portugal, no gráfico 2 verificamos as oscilações desta temática de 1991 até ao presente (2018).

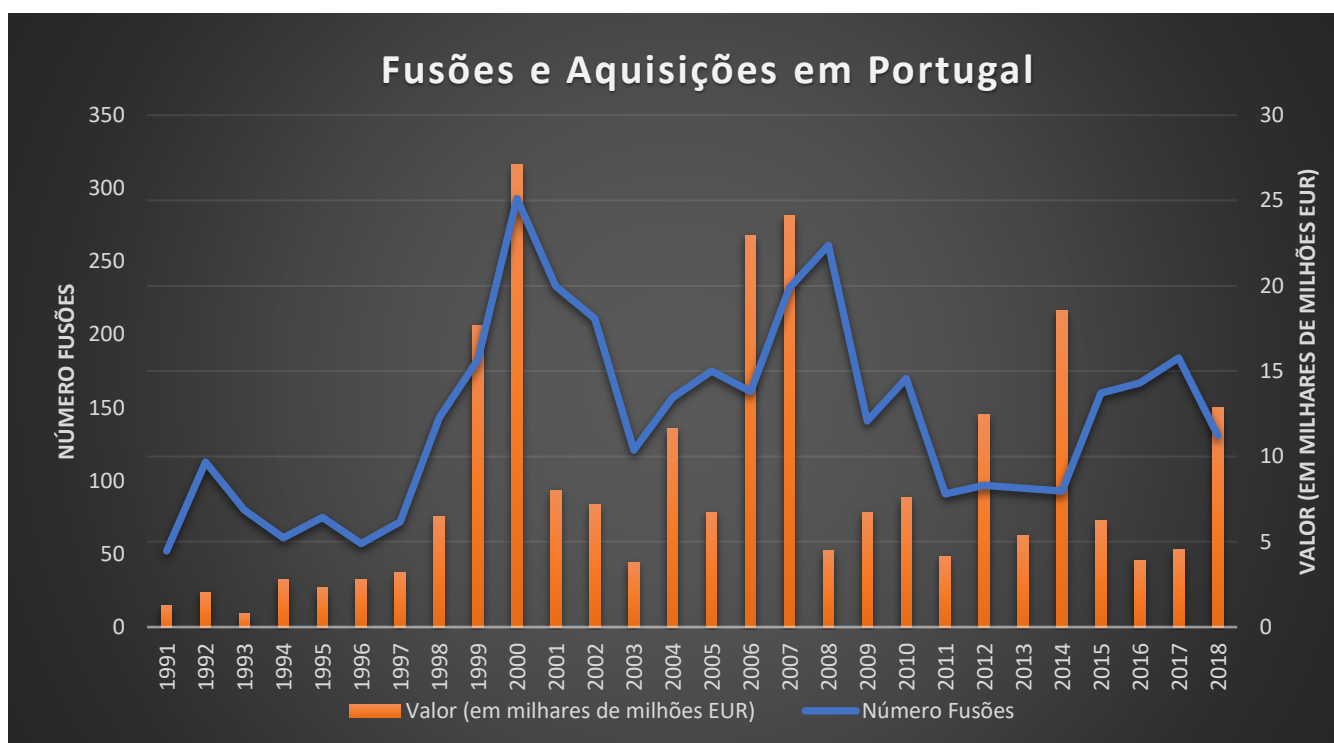


Gráfico 2 – Evolução das fusões e aquisições em Portugal.

Fonte: IMAA em 09/06/2019

Já em Portugal, tal como na Europa, verificamos que o ano de 2007 também teve valores elevados relativamente às transações. Mas em Portugal, o maior pico de fusões e aquisições que se verifica entre 1991 e 2018, verificou-se no ano 2000. Na Europa, neste ano, também se verificam grandes valores referentes às transações efetuadas.

Relativamente aos últimos anos, em Portugal houve um aumento muito significativo no ano de 2018, pois desde 2014 que os valores não ultrapassavam os 8 mil milhões de euros, sendo que estes valores poderão ser confirmados na tabela no anexo I.

Em 2017, o número de transações efetuadas foram 184, enquanto que em 2018 diminuíram para 131, mas em relação ao valor das transações, de 2017 para 2018 aumentou significativamente, de mais de 4 mil milhões de euros para 12 mil milhões de euros.



Neste capítulo iremos abordar alguns rácios e indicadores financeiros que serão analisados no decorrer do estudo de caso. Serão selecionados aqueles que são considerados os mais relevantes para o tipo de fusão em análise e onde existem dados mais significativos.

## 2.1 Rácios de rendibilidade

- **Rendibilidade dos Capitais Próprios (*Return On Equity* – ROE):** este rácio mede o “grau de remuneração dos sócios ou acionistas das empresas, avaliando assim o retorno do investimento proporcionado aos detentores de capital próprio” (Fernandes, Peguinho, Vieira e Neiva, 2012).

Tal como Fernandes, *et al* (2012), também Silva (2010), afirma que este rácio mede “a capacidade da empresa gerar lucros a partir dos capitais investidos pelos acionistas e permite a sua comparação com a rendibilidade do mercado e o custo da dívida”.

De acordo com Fernandes *et al* (2012), o indicador económico-financeiro mais utilizado é o da rendibilidade dos Capitais Próprios, que pode ser calculado da seguinte forma:

$$ROE = \frac{\text{Resultado Líquido do Período (RLP)}}{\text{Capital Próprio}} \quad (1)$$

- **Rendibilidade operacional das vendas (*Return On Sales* – ROS):** Este indicador reflete, segundo Pinho e Tavares (2005), o valor da margem bruta, deduzindo todos os custos operacionais. Este rácio reflete “a política dos preços, os custos do processo produtivo e a eficiência da utilização dos fatores” (Silva, 2010). Segundo Fernandes, *et al* (2012), quanto maior for este rácio “maior é a propensão para gerar lucros”.

Este indicador é calculado da seguinte forma, de acordo com Fernandes *et al* (2012):

$$ROS = \frac{\text{Resultado Operacional (EBIT)}}{\text{Volume de Negócios}} \quad (2)$$

- **Rendibilidade líquida das vendas (RLV):** Este indicador, “mede a rendibilidade que tem a empresa depois de serem pagos todos os custos, encargos financeiros e impostos” (Silva, 2010).

No indicador RLV, a maior diferença comparativamente com o rácio do ROS, é, segundo Fernandes *et al* (2012), a inclusão dos rendimentos e gastos financeiros e impostos.

De acordo com Fernandes *et al* (2012), este indicador é calculado da seguinte forma:

$$RLV = \frac{\text{Resultado Líquido do Período (RLP)}}{\text{Volume de Negócios}} \quad (3)$$

Este indicador é muito vulnerável, de acordo com diversos fatores, nomeadamente “ramo de atividade da empresa, os mercados de atuação, a política de rotação de *stocks* adotada pela empresa, a vulnerabilidade dos custos de produção, a sua política de preços” (Carmo, 2013).

- **Rendibilidade do Ativo (*Return On Assets* – ROA):** Este rácio avalia o “desempenho dos capitais totais investidos na empresa, independentemente da sua origem” (Neves, 2003).

$$ROA = \frac{\text{Resultado Operacional (EBIT)}}{\text{Total Ativo}} \quad (4)$$

Quanto maior for o valor deste indicador, “maior a propensão para o investimento gerar resultados” (Fernandes *et al*, 2012). Sendo assim, o principal objetivo é este indicador apresentar valores elevados.

## 2.2 Rácios de desempenho bolsista

- **Lucro por ação (*Earnings Per Share* – EPS):** Este rácio apresenta “o valor do resultado proporcionado a cada ação da empresa avaliando assim a rendibilidade de uma empresa por unidade de propriedade acionista” (Fernandes *et al*, 2012).

Um valor baixo deste indicador, pode estar “associado a uma reduzida rendibilidade do capital próprio” (Fernandes *et al*, 2012).

De acordo com Fernandes *et al* (2012), este indicador é calculado da seguinte forma:

$$EPS = \frac{\text{Resultado Líquido do Período (RLP)}}{\text{Nº ações ordinárias}} \quad (5)$$

- **Rácio Preço/Dividendo (*Price-Earnings Ratio* – PER):** este rácio reflete “o prazo de recuperação de capital por parte do investidor que compre uma ação aquele preço” (Fernandes *et al*, 2012). Portanto, este indicador, fornece a informação do preço que os investidores estão dispostos a pagar por cada unidade monetária” (Nabais e Nabais, 2004).

Segundo Fernandes *et al* (2012) este indicador é calculado pela seguinte maneira:



$$\text{PER} = \frac{\text{Cotação da ação}}{\text{Resultado por ação (EPS)}} \quad (6)$$

Um PER elevado significa que “os investidores estão a pagar, por determinada ação, um valor elevado em função do resultado líquido gerado por ação, mas poderá também significar que os resultados líquidos da empresa são reduzidos” (Vieito e Maquieira, 2010).

### 2.3 Rácio de autonomia financeira

Segundo Fernandes *et al* (2012), o principal rácio classificado como financeiro é o da autonomia financeira.

Este rácio apresenta “a independência da empresa face ao capital alheio e representa a proporção do ativo total que é financiada pelo capital próprio” (Fernandes *et al*, 2012). De acordo com o mesmo autor, este rácio calcula-se da seguinte forma:

$$\text{Autonomia Financeira} = \frac{\text{Capital Próprio}}{\text{Total Ativo}} \quad (7)$$

Assim, “quanto maior a proporção do capital próprio no financiamento do ativo da empresa, maior a sua autonomia face a terceiros, e assim maior grau de solvabilidade” (Fernandes *et al*, 2012).

### 2.4 Rácios de liquidez

Os rácios de liquidez, de acordo com Esperança e Matias (2005), proporcionam uma análise sobre a capacidade os seus compromissos perante os credores de curto prazo.

“Quanto maior for o valor que apresentar maior será a probabilidade de reembolsar o crédito obtido dos fornecedores e de outros credores a curto prazo” (Nabais e Nabais, 2004).

De acordo com Neves (2003), é considerado um bom grau de liquidez, no sentido de a empresa estar em condições de honrar os seus compromissos sem entrar em rotura de tesouraria, quando este índice é superior a um, tanto para o grau de liquidez geral como reduzida.

- **Liquidez geral:** Este indicador avalia “o equilíbrio entre recursos e obrigações de curto prazo, avaliando a aptidão da empresa para fazer face aos seus compromissos de curto prazo” (Fernandes *et al*, 2012). Para Silva (2010), este indicador avalia a relação “existente na estrutura patrimonial entre investimentos e financiamentos”.

Fernandes *et al* (2012), apresenta a seguinte forma de calcular a liquidez geral.

$$\text{Liquidez Geral} = \frac{\text{Ativo Corrente}}{\text{Passivo Corrente}} \quad (8)$$

- **Liquidez reduzida:** Este rácio permite “verificar se uma empresa tem capacidade para solver os seus compromissos de curto prazo através da transformação de ativos correntes em meios monetários” (Fernandes *et al*, 2012).

Segundo Neves (2003), este rácio “admite que as existências [inventários] não poderão ser transformadas de imediato em dinheiro, ou pelo menos essa conversão será sempre abaixo do custo do inventário”.

$$\text{Liquidez Reduzida} = \frac{\text{Ativo Corrente} - (\text{Inventários} + \text{Ativos Biológicos})}{\text{Passivo Corrente}} \quad (9)$$

Segundo Silva (2010), o rácio de liquidez reduzida pode ter dois tipos de interpretações, quando este é inferior à unidade, pode traduzir que “a empresa mostra dificuldades de pagamentos atuais ou futuras” ou pode dizer que “sabe gerir bem a tesouraria”. É necessário ter em conta a política de recebimentos e pagamentos de cada empresa.

A diferença entre o rácio de liquidez geral e o rácio da liquidez reduzida, é a análise do impacto dos inventários no ativo corrente. Quando uma entidade não possui inventários, então a liquidez reduzida é igual à liquidez geral.

## 2.5 Rácios de atividade

- **Prazo médio de recebimentos (PMR):** Mede “a eficácia da política de crédito concedido, uma vez que indica o tempo médio que os clientes demoram a liquidar as suas dívidas” (Fernandes *et al*, 2012).

$$PMR = \frac{\text{Saldo Clientes}}{(\text{Vendas} + \text{prestação serviços}) \times (1 + \text{taxa IVA})} \times 365 \quad (10)$$

Um PMR elevado poderá indicar “problemas de tesouraria, indicando um fraco poder negocial da empresa, ou ineficiência do departamento de cobranças” (Fernandes *et al*, 2012).

- **Prazo médio de pagamentos (PMP):** Indica o tempo que, em média, “a empresa demora a liquidar as suas dividas”, relativas à atividade operacional (Fernandes *et al*, 2012).

$$PMP = \frac{\text{Fornecedores}}{(\text{Compras} + \text{FSE}) \times (1 + \text{taxa IVA})} \times 365 \quad (11)$$

Onde “FSE” corresponde aos fornecimentos e serviços externos.

Um PMP baixo indica um “menor grau de financiamento dos fornecedores à exploração (...), podendo significar que a empresa tem fraco poder negocial” (Fernandes *et al*, 2012). Por outro lado, se o PMP se apresentar alto, poderá refletir que a entidade tem “dificuldades em satisfazer as suas obrigações” (Fernandes *et al*, 2012).

## 2.6 Avaliação de empresas segundo modelo *cash-flows* descontados

O modelo do *free cash-flow*, de acordo com Müller e Teló (2003), utiliza “o denominado fluxo de caixa operacional, que é o fluxo de caixa gerado pelas operações normais da empresa, desconsiderando empréstimos. É o montante financeiro que ficará disponível para investimentos em ativos fixos e necessidades de capital de giro”.

Para o cálculo deste modelo, também Müller e Teló (2003) afirmam que “deve-se desconsiderar o financiamento das operações da empresa e direcionar o enfoque sobre o resultado financeiro dos ativos da empresa após a tributação, extraíndo da contabilidade para cada período os investimentos necessários para a continuidade das operações”.

É importante o cálculo do *free cash-flow* para a avaliação de uma empresa, assim como a taxa de desconto a aplicar, de acordo com Santos (2006), pois o *free cash-flow* é “uma medida de desempenho e, por isso, deve ser selecionado para a análise de risco do negócio” (Santos, 2016).

De acordo com Ferreira (2018), o *free cash-flow* interessa “a todas as entidades para quem a empresa tem responsabilidades – acionistas ordinários ou comuns, credores por

obrigações, bancos e acionistas preferenciais ou com privilégios”. O mesmo ainda refere que estes *free cash-flows* compreendem “os resultados operacionais do negócio, o valor dos fluxos livres de tesouraria na ótica do capital próprio”.

Para Ferreira (2018), quando o objetivo é

*a análise de um negócio independentemente da forma como aquele foi financiado, ou seja, se a realidade é a avaliação do negócio ou da empresa, em si, os fluxos livres de tesouraria (free cash flows) são referenciados como em relação ao negócio ou à empresa.*

Assim, para sabermos o valor da empresa, primeiramente é necessário calcular os *free cash-flows* das entidades.

Neste estudo de caso, os *free cash-flows* são calculados da seguinte forma, de acordo com Silva e Queirós (2013):

EBIT após Impostos +
Depreciações e Amortizações +
Variação de Perdas por Imparidade =
<i>Cash-Flow</i> Bruto -
Investimentos em NFM -
Investimentos em Capital Fixo =
<b><i>Free Cash-Flow</i></b>

*Tabela 1 – Método para cálculo dos free cash-flows.*

*Fonte: Silva e Queirós, 2013*

As Necessidades em Fundo Maneiro (NFM), são calculadas da seguinte forma:

$$\text{NFM} = \text{Necessidades cíclicas} - \text{Recursos cíclicos} \quad (12)$$

Segundo Ferreira (2018), o WACC (custo médio ponderado do capital) aplica-se ao capital total investido e aos *cash-flows* positivos durante todo o período de vida útil estimado dos ativos, assim como ao valor residual estimado no final da vida útil”.

Para o cálculo do WACC é necessário calcular a taxa de retorno para o capital próprio (Rcp), sendo calculado da seguinte forma:

$$R_{cp} = R_f + \beta \times (R_m - R_f) + \text{prémio (PME)} \quad (13)$$

Onde:

$R_f$ : Taxa remuneração isenta de risco

$R_m$ : Taxa remuneração índice do mercado

$\beta$ : relação entre o risco do mercado de capitais e o risco da empresa/setor de atividade

prémio PME: prémio por se tratar de uma PME (segundo Grandis e Palazzi, 2015)

Para o cálculo do WACC, seguimos a seguinte fórmula:

$$WACC = \frac{CP}{CP + CA} \times R_{cp} + \frac{CA}{CP + CA} \times R_{ca} \times (1 - t) \quad (14)$$

Para calcularmos o valor da entidade atualizado, será necessário calcularmos o fator de atualização.

Após o cálculo do *free cash-flow* e do WACC, já é possível calcular o valor da empresa.

De acordo com Santos (2006), para calcular o valor da empresa é necessário “projetar os *free cash-flows* e o valor residual, baseando-se na simulação de cenários e adoção de premissas relacionadas ao comportamento das vendas, custos, despesas e variáveis de natureza macroeconómica”.

Os *free cash-flows* e o valor residual “são atualizados para o presente, utilizando uma taxa de desconto (WACC) que reflita o custo de oportunidade de todos os provedores de capital. Trata-se do método tradicional de avaliação de empresas baseado na técnica dos fluxos de caixa descontados” (Santos, 2006).

Para efetuar o cálculo previsional do *free cash-flow* do ano seguinte ao estudo, apenas é necessário multiplicar o *cash-flow* do próprio ano por  $1 + g$  (taxa de crescimento).

De acordo com Ferreira (2018), o valor da empresa é calculado da seguinte forma:

$$\text{Valor da empresa} = \frac{\text{Free cash-flow} \times (1+g)}{(WACC-g)} \quad (15)$$

Esse crescimento das empresas depende “da rendibilidade daqueles negócios e, por outro lado, dos fundos líquidos gerados na atividade, expressos nos resultados líquidos que ficam voluntariamente retidos” (Ferreira, 2018).

Para a obtenção de  $g$ , é através da seguinte fórmula, de acordo com Ferreira (2018):

$$g = \text{Taxa retenção lucros} \times \text{ROA} \quad (16)$$

A taxa de retenção de lucros é obtida pela forma como a empresa distribui os seus lucros. Se a mesma decidir 40% dos lucros para dividendos, então a taxa de retenção é igual a 60%, como indica Ferreira (2018) no seu estudo.



### 3.1 Caracterização do estudo caso

As entidades que servem de objeto de estudo são as empresas Limpeza Certa, S.A e a Eufóricos pela Limpeza, Lda., que no ano de 2018 iniciaram o processo de fusão.

Estas duas empresas estão inseridas numa *holding* com capital totalmente português, que atua no segmento *Business Services*, incluindo 25 empresas de diversas áreas de atuação, desde *facility services*, restauração pública e social, limpeza técnica e industrial, segurança humana e eletrónica a logística e distribuição.

A 30 de Maio de 2018, a empresa Limpeza certa, S.A. foi comprada pela entidade Eufóricos pela Limpeza, Lda, e a 31 de Julho de 2018 ocorre o processo de fusão por incorporação. A Limpeza Certa (empresa incorporada), funde-se na empresa Eufóricos pela Limpeza (empresa incorporante), e a nova entidade passa a adotar a forma societária de sociedade anónima (S.A).

### 3.2 Objetivos

O principal objetivo desta dissertação, será analisar as os diversos rácios considerados significativos antes da fusão nas duas empresas inseridas no processo e os mesmos na empresa incorporante após fusão, procurando encontrar as principais diferenças entre o pré e o pós-fusão.

Este estudo terá como objetivos subjacentes calcular o valor do free *cash-flow* previsional para o ano de 2019 na empresa resultante da fusão, assim como o valor desta entidade. Também verificar, nas duas empresas envolvidas no processo de fusão, quais as principais motivações e razões inerentes para a tomada desta decisão e, também, as razões no grupo em que estas estão inseridas.

Seria também pertinente verificar as diferenças que trará a fusão para os detentores do capital das duas empresas, nomeadamente, se este processo irá criar valor para todos os intervenientes.

Algumas das questões que se espera poder responder durante a investigação e análises de dados das empresas se pretende responder são as seguintes:

- Será vantajoso para os detentores do capital da empresa incorporada? E da *holding*?
- Trará benefícios para os colaboradores das duas empresas? Ou serão considerados trabalhadores a mais para as necessidades da empresa após fusão?
- A empresa, após o processo de fusão, tornar-se-á mais competitiva no mercado em que está inserida?



- Qual o impacto desta fusão no mercado de negócios?

Na área de serviços da limpeza profissional, será importante verificar se a empresa pós-fusão se torna mais competitiva no mercado onde está inserida e perante os seus concorrentes diretos, bem como se a sua área de atuação também aumenta.

Todas estas questões, tentarão ser respondidas no decorrer da investigação.

### **3.3 Metodologia**

A metodologia de investigação que vamos utilizar é a pesquisa quantitativa, recorrendo ao estudo caso da fusão por incorporação das empresas do ramo da limpeza profissional, Eufóricos pela Limpeza, Lda, e Limpeza Certa, S.A, que ocorreu em 1 de Agosto de 2018.

Os nomes destas empresas são nomes fictícios por motivos de confidencialidade, a pedido das mesmas, sendo considerados estes nomes no desenvolvimento do trabalho. Os dados para efetuar a investigação são reais e fornecidos pelas empresas em questão.

Inicialmente, iremos conhecer as principais motivações que serviram de base para este projeto de fusão, primeiramente por parte da *holding*, que detém da maioria do capital de ambas as entidades, e à posteriori, as motivações das empresas em separado.

Também serão analisadas as vantagens deste processo para ambas as empresas e, consequentemente, para a *holding* envolvente. Será efetuada uma análise e cálculos de rácios, que identificamos no capítulo anterior, que foram considerados mais relevantes, ou seja, rácios que podem alterar significativamente com o processo de fusão e rácios que estão diretamente relacionados com os acionistas da empresa pós-fusão.

### **3.4 Estudo de caso**

O principal motivo para a decisão do processo de fusão entre estas duas empresas, para o grupo económico em que as empresas estão incluídas, foi o facto de estas entidades terem o mesmo objeto social, desenvolvendo atividades idênticas. O objetivo perante este processo de fusão é a nova entidade poder vir a obter sinergias de custos, principalmente através da eliminação da duplicação de funções, sinergias de receitas, melhorando os métodos de distribuição e aumentando a quota de mercado, e sinergias financeiras, melhorando a posição negocial.

A entidade incorporada adquiriu, ao longo dos anos, uma notoriedade e posição no mercado da prestação de serviços de limpeza bastante superior à entidade incorporante, daí a decisão de a denominação, no ato da fusão, alterar o nome para Limpeza Certa, S.A, mantendo o Número de Identificação Fiscal (NIF) da empresa Eufóricos pela Limpeza.

A entidade Eufóricos pela Limpeza, Lda, em 11 de Junho de 2018, tinha um capital social de 249 398,94 € constituído por três quotas, uma de 125 579,26 €, outra de 74 819,68 € e a terceira de 49 000,00 €. A partir dessa data houve um aumento de capital, com mais uma quota no valor de 7 757 380,00 €. A entidade Limpeza Certa, S.A, em 31 de Julho de 2018, apresentava um capital social de 2 537 128,00 €, constituído por 2 537 128 ações, com valor nominal de 1 €. A entidade resultante da fusão, que no ato deste processo alterou o seu nome para Limpeza Certa, S.A, apresenta um capital social de 7 757 380,00 €, constituído por 775 738 ações, com valor nominal de 10 €. Relativamente ao número de empregados no fim dos períodos, estes oscilam com a mesma tendência nas duas empresas. No ano de 2016, em comparação com 2015, o número de empregados aumentou, mas em 2017 diminuiu, em comparação com o ano anterior. No fim do ano de 2018, todos os empregados estão incluídos na empresa resultante da fusão.

Número de empregados	2015	2016	2017	2018
Eufóricos pela Limpeza	1536	2168	1930	
Limpeza Certa	6749	9246	7919	5016
Empresa resultante fusão				7762

*Tabela 2 – Número de empregados nas duas entidades e na entidade após a fusão.*

*Fonte: Elaboração Própria*

Em comparação com o ano de 2017, na empresa que foi incorporada, a 31 Julho 2018, apresenta um decréscimo significativo no número de empregados, pois diminuiu em 2 903.

### **3.5 Análise dos rácios**

Neste subcapítulo, irão ser apresentados os cálculos dos diversos rácios mais significativos, como foram apresentados anteriormente, desde 2015 até 2018, das duas entidades que efetuaram o processo de fusão, e comparar também com a empresa que resulta deste processo.

### 3.5.1 Rácios de rentabilidade

São vários os rácios de rentabilidade existentes, mas neste estudo de caso iremos centrar-nos nos mais relevantes para o processo de fusão, principalmente nos rácios de rentabilidade que incidem no capital próprio, nas vendas e no ativo.

Através do cálculo do ROE, podemos verificar, nos quatro anos em estudo, que até 2017, a empresa Limpeza Certa tinha, ainda que um valor baixo, um retorno positivo para os acionistas. Já a empresa Eufóricos pela Limpeza tinha um valor negativo principalmente no ano de 2016, concluindo então que esta empresa não gerava lucros para os acionistas.

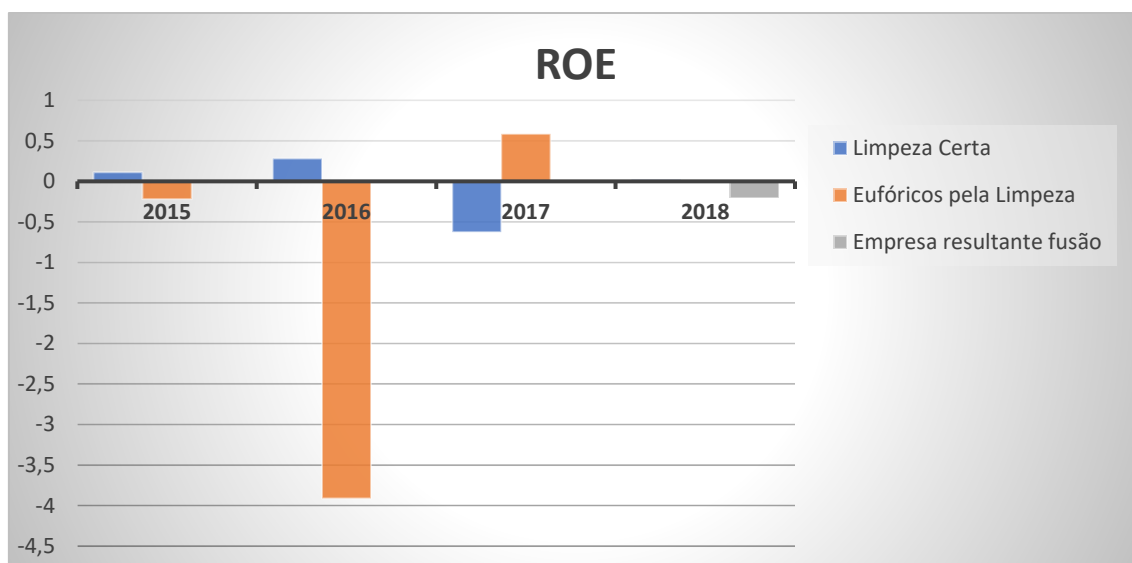


Gráfico 3 – Cálculo da ROE de 2015 a 2018.

Fonte: Elaboração própria

Assim, a empresa resultante da fusão, também apresenta um resultado negativo, com um valor de -21%. A empresa incorporada, à data de 31 Julho, tinha um valor de ROE de 2%, como é apresentado em tabela no apêndice I deste estudo.

Verificamos que no ano de 2015, a rentabilidade das vendas era muito idêntica nas duas empresas.

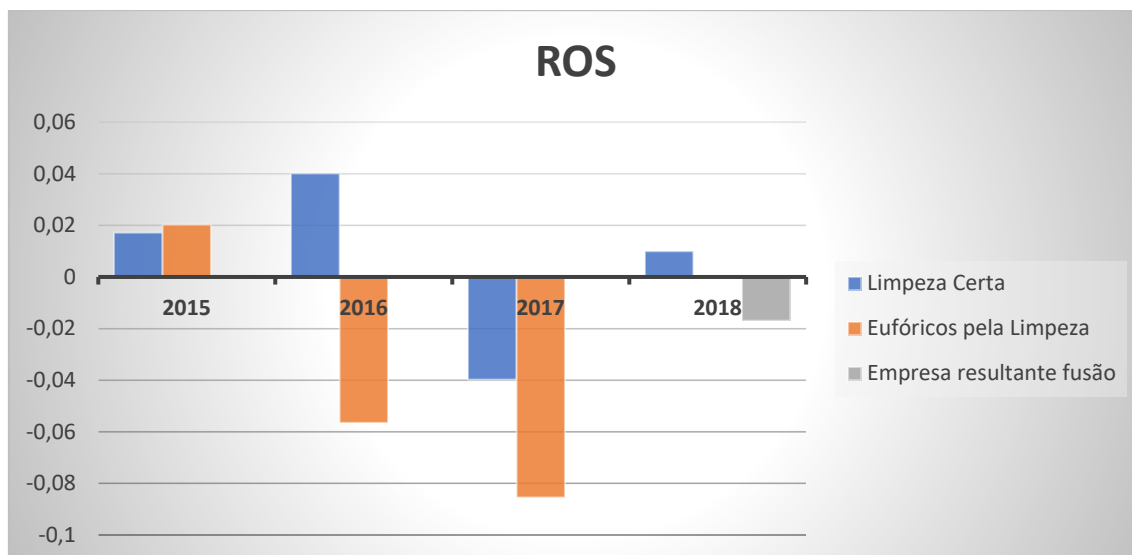


Gráfico 4 – Cálculo da ROS de 2015 a 2018.

Fonte: Elaboração própria

No ano de 2016, os valores apresentaram comportamentos diferentes, pois enquanto que a empresa Limpeza Certa tinha uma rentabilidade das vendas positiva, a empresa Eufóricos pela Limpeza pelo contrário, apresentava um valor de -6%.

Em 2018, a 31 Julho, a empresa Limpeza Certa tinha um indicador de 1%, pelo que o valor de -2% na empresa resultante da fusão é também influenciado pelos custos inerentes ao resultado operacional que suportaram neste processo. Estes valores podem ser confirmados no apêndice I.

Comparando com o indicador anterior, verifica-se que os encargos financeiros e os impostos não são muito significativos para os resultados líquidos destas empresas.

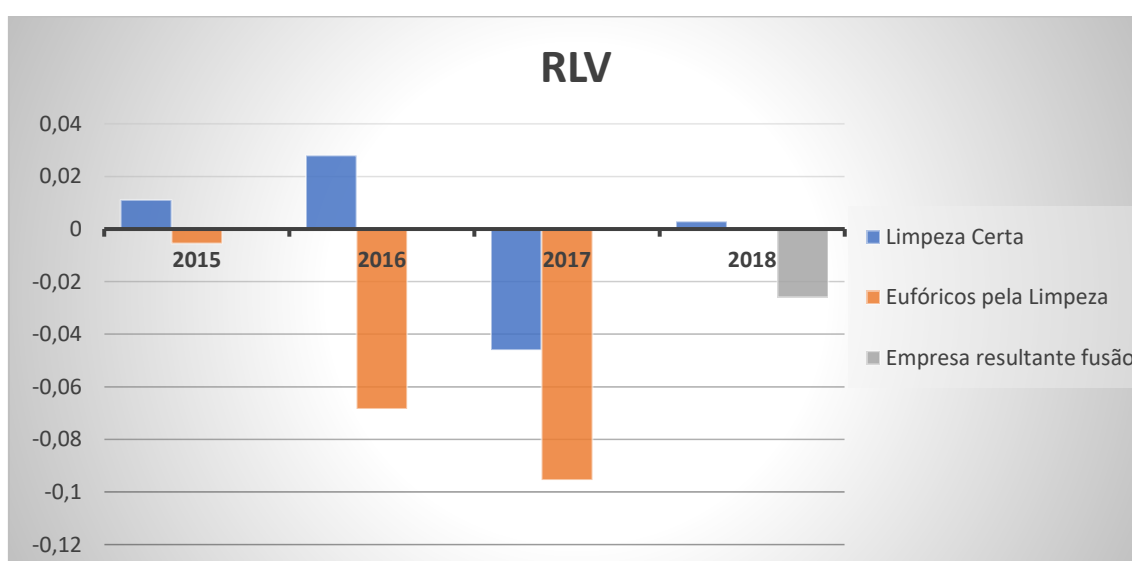


Gráfico 5 – Cálculo da RLV de 2015 a 2018.

Fonte: Elaboração própria

No ano de 2015, a empresa Eufóricos pela Limpeza apresenta uma rentabilidade negativa das vendas, enquanto que a empresa Limpeza Certa apresenta um valor positivo.

O pior ano para ambas as entidades relativamente à RLV foi o ano de 2017, pois tiveram ambas valores negativos, e com os encargos e impostos suportados, a empresa Eufóricos pela Limpeza atingiu quase um índice de -10%, valores que podem ser confirmados no apêndice I.

Este indicador é bastante afetado por fatores externos, como o mercado em que atuam, a política de preços adotada, pelo aumento do ordenado mínimo nos últimos anos, que não pode ser repercutido em aumentos de preços praticados aos clientes, tendo assim de suportar custos proporcionalmente maiores. Não se pode dizer que as empresas são afetadas pelo pagamento do IRC, pois este apenas é pago pelo grupo que detém estas duas entidades.

No que toca à rentabilidade operacional do ativo, o melhor ano para ambas as entidades foi o ano de 2015, pois foi o ano que as ambas atingiram valores positivos.

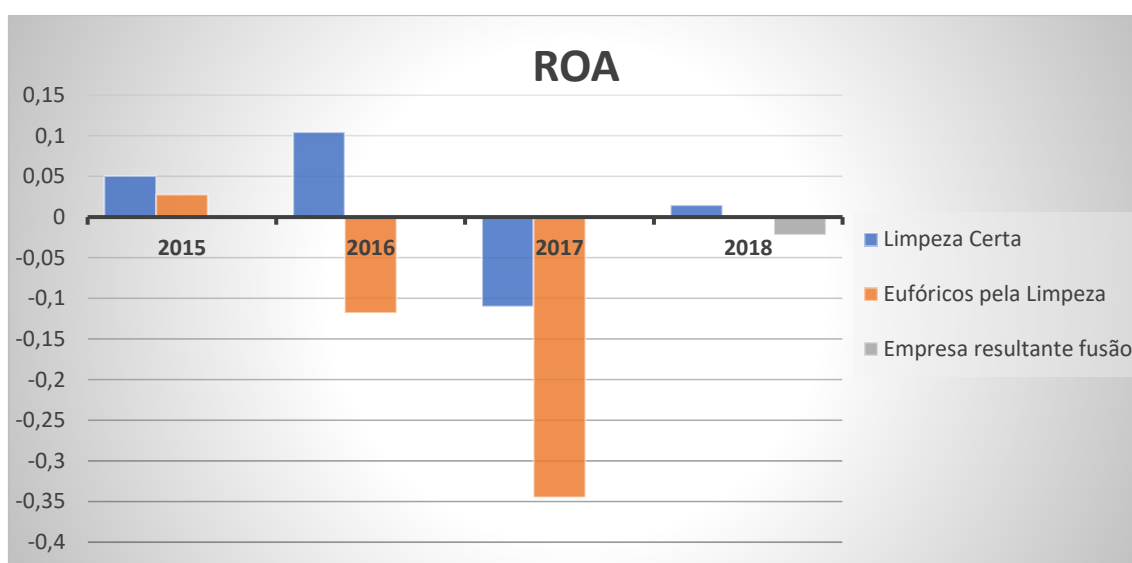


Gráfico 6 – Cálculo da ROA de 2015 a 2018.

Fonte: Elaboração própria

Em termos individuais, o ano de 2016 foi melhor para a empresa Limpeza Certa, pois nesse ano a empresa teve maior propensão para a empresa gerar resultados.

A 31 Julho 2018, a empresa Limpeza Certa apresentou um índice de 1%. Para a empresa resultante da fusão, o valor de -2% em 2018, é influenciado pela empresa Eufóricos pela Limpeza, pois até 31 Julho 2018 a empresa incorporada apresentava um rácio positivo, ainda com valor bastante baixo. De salientar que no resultado operacional da entidade

incorporante também estão incluídos os custos inerentes à fusão. Mesmo assim, em comparação com o ano de 2017, o valor reduziu consideravelmente.

### 3.5.2 Rácios de desempenho bolsista

Os rácios que analisam o desempenho bolsista neste estudo de caso, só é possível calcular, antes da fusão, para a empresa Limpeza Certa, pois é a única cujo capital estava subscrito por ações. A entidade Eufóricos pela Limpeza era uma empresa por quotas, e sendo assim, não tinha valor nominal por ação, mas sim três quotas de valores totalmente distintos. Daí, o cálculo deste rácio apenas ser possível comparar na empresa Limpeza Certa, e na empresa após fusão. Como foi dito anteriormente, à data da fusão, esta empresa incorporante alterou o seu nome e também a sua denominação social, passando a ser constituída por ações todas ao mesmo valor nominal.

No rácio do EPS, verifica-se que os valores da entidade Limpeza Certa oscilaram muito, mas apenas no ano de 2017 é que apresentou um valor bastante negativo, pois o seu RLP foi de -2 810 724. Como ao longo destes quatro anos, o número de ações ordinárias foi sempre de 2 537 128, apenas a evolução do RLP é que faz variar este indicador.

Na entidade Limpeza Certa, o valor apresentado no ano de 2018, apenas se refere até 31 Julho, ou seja, até à data da fusão.

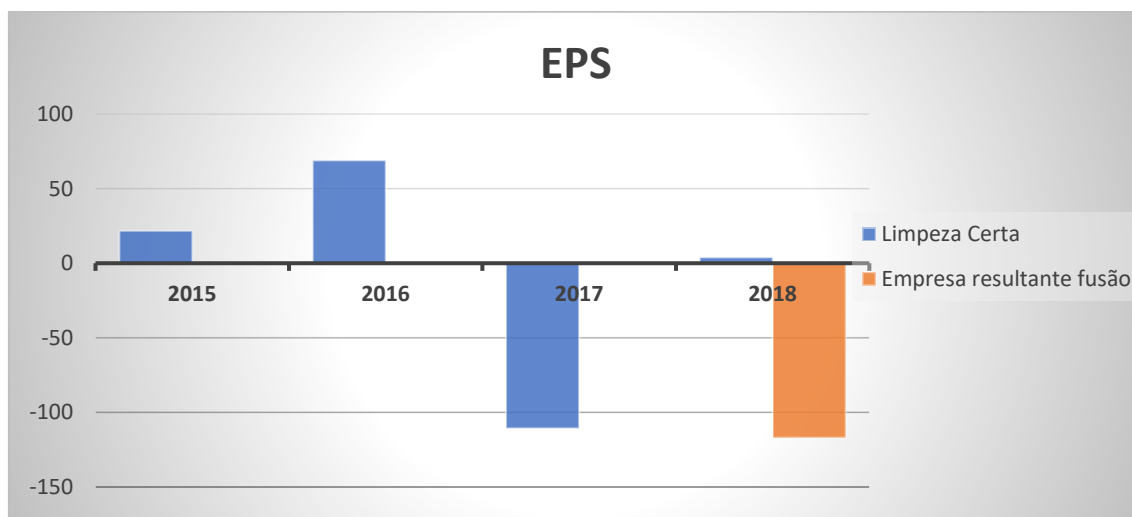


Gráfico 7 – Cálculo do EPS de 2015 a 2018.

Fonte: Elaboração própria

Assim, para a entidade Limpeza Certa, 2016 foi o melhor ano em termos de rentabilidade por ação para o acionista, ou seja, por cada ação, o acionista obteve um dividendo de 68,84 €, valor que pode ser confirmado na tabela do apêndice II. No ano de

2017, já acontecia o oposto, tendo-se registado prejuízos para os acionistas. A entidade resultante da fusão, em 2018, com a alteração para S.A., passou a ser constituída por 775 738 ações, sendo que neste ano da fusão as ações não geraram lucros para os acionistas, apresentado o EPS mais baixo dos quatro anos em análise.

No rácio PER, verificamos que o ano 2018 foi o ano com maior significância, que apresenta valores mais elevados, pois este rácio tem a influência do calculado anteriormente. Verifica-se que à medida que o EPS aumenta positivamente, este rácio diminui, como verificamos na transição do ano de 2015 para 2016.

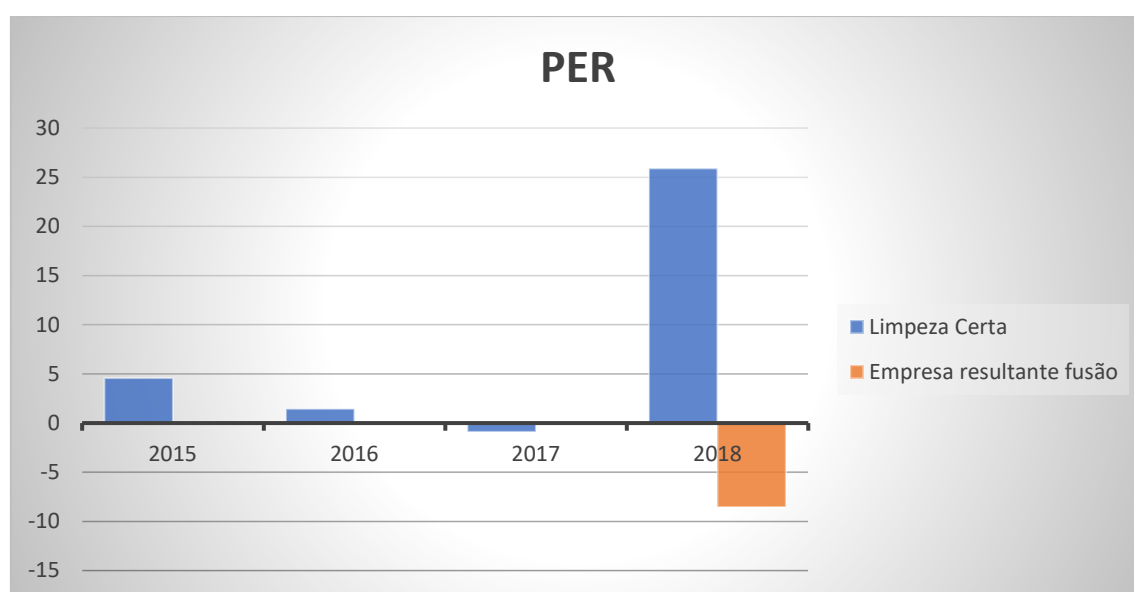


Gráfico 8 – Cálculo do PER de 2015 a 2018.

Fonte: Elaboração própria

No ano de 2015, a empresa Limpeza Certa demoraria cerca de quatro anos e meio para recuperar o valor investido. Já no ano de 2017, o valor apresentado é negativo, mas este está influenciado pelo valor negativo do RLP que foi utilizado para calcular o lucro por ação. Neste caso, não se pode dizer que vai recuperar logo o investimento, mas que neste ano não gerou lucro para o acionista.

A entidade resultante da fusão, no ano de 2018, apresenta um rácio negativo influenciado pelo valor nominal de cada ação ser de 10 €, o que anteriormente na empresa Limpeza Certa era de apenas 1 €. Este valor também está influenciado pelo valor negativo do lucro por ação.

### 3.5.3 Rácio de autonomia financeira

Para analisar a autonomia financeira das empresas em estudo, iremos calcular esse mesmo rácio e verificar como se comporta nestes quatro anos de estudo.

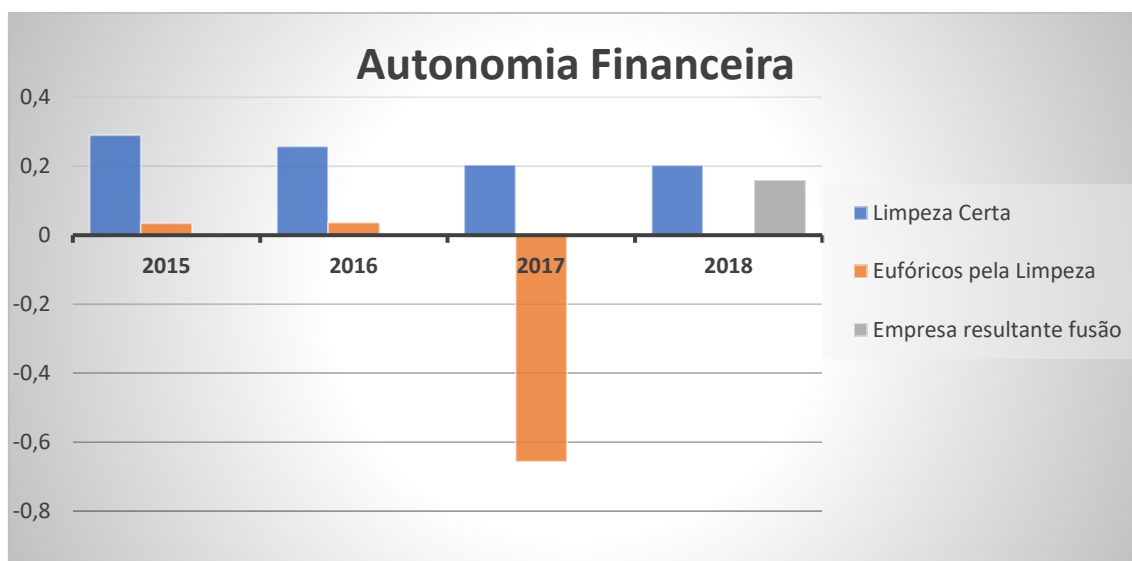


Gráfico 9 – Cálculo da Autonomia Financeira de 2015 a 2018.

Fonte: Elaboração própria

Para a empresa Limpeza Certa, o valor da autonomia financeira não alterou muito nos quatro anos em análise, sendo que o ano de 2015 foi o ano em que a empresa obteve maior grau de autonomia.

Para a empresa Eufóricos pela Limpeza, verifica-se que o pior ano foi o de 2017, em que este o indicador atingiu um valor negativo devido ao valor do seu capital próprio de -2 175 697 €, ou seja, pode-se considerar que a entidade estava em falência técnica nesse ano. Assim, em 2017, esta entidade não tinha qualquer capital próprio que pudesse servir para cumprimentos dos seus compromissos.

Até Julho de 2018, a entidade Limpeza Certa apresentava um valor de 20%, e no final de 2018 a empresa resultante da fusão apresenta um valor de 16%, valores que podem ser confirmados no apêndice III. Em comparação com os anos anteriores, a entidade Eufóricos pela Limpeza obteve sempre níveis inferiores relativamente à autonomia financeira, isto devido aos valores baixos do seu capital próprio, que era afetado pelos resultados transitados, pois nos anos em estudo eram sempre resultados negativos.

### 3.5.4 Rácios de liquidez

Quanto aos rácios de liquidez, irão ser apresentados dois tipos de liquidez, geral e reduzida.



No cálculo do rácio da liquidez geral, verifica-se que nos anos de 2015 e 2016, a entidade Eufóricos pela Limpeza apresentava um índice superior à entidade Limpeza Certa.

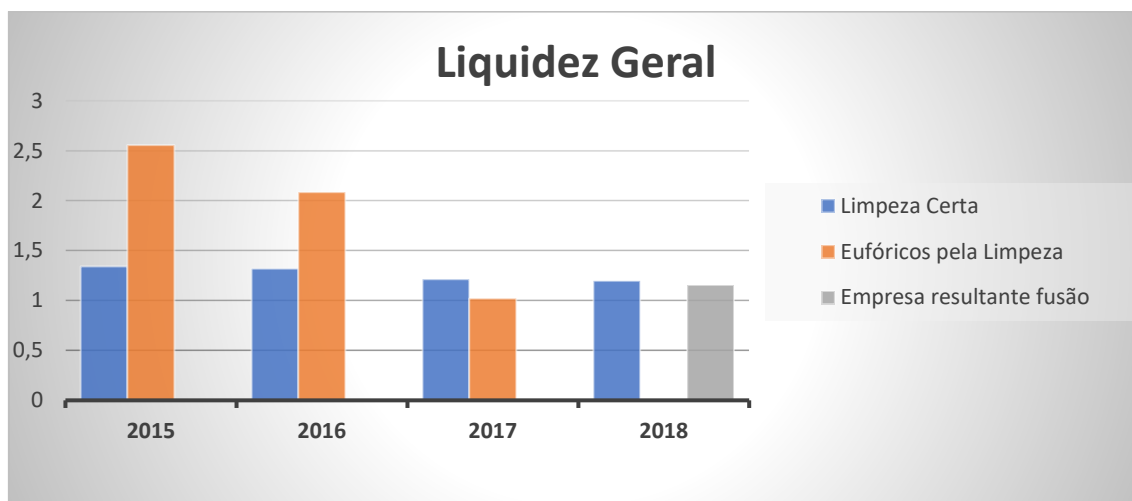


Gráfico 10 – Cálculo da Liquidez Geral de 2015 a 2018.

Fonte: Elaboração própria

Podemos considerar que ambas as entidades sempre apresentaram boa capacidade para solver os seus compromissos de curto prazo. Mesmo em 2018, no ano da fusão, a empresa resultante deste processo tinha um índice de liquidez geral de 1,15 (valor que pode ser confirmado na tabela do apêndice IV), sendo superior à unidade, logo, esta nova entidade também tem um bom grau de liquidez, de acordo com Neves (2003), como é referido na explicação deste rácio.

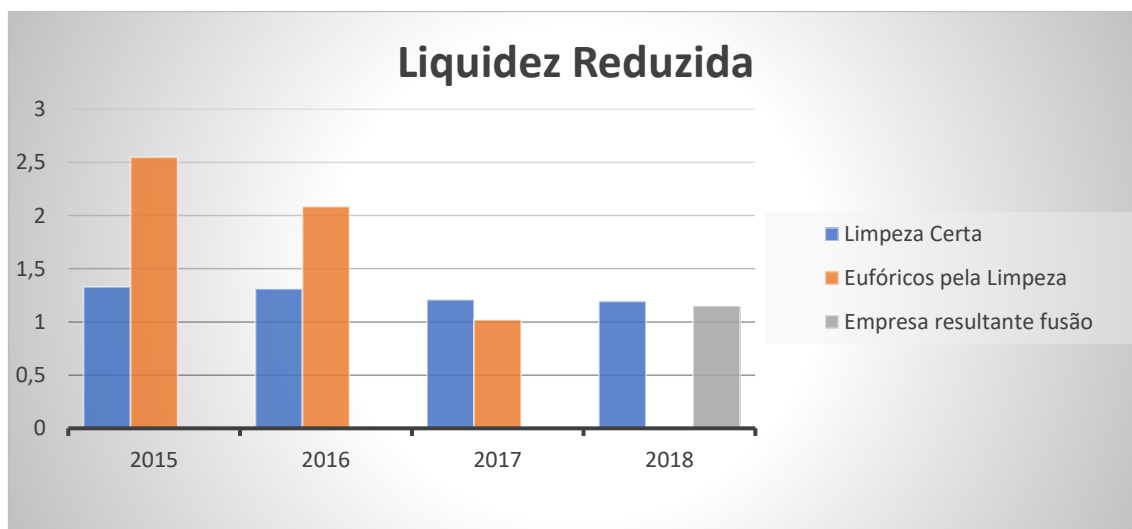


Gráfico 11 – Cálculo da Liquidez Reduzida de 2015 a 2018.

Fonte: Elaboração própria

Para a entidade Eufóricos pela Limpeza, nos anos de 2016 e 2017, o valor da liquidez reduzida é igual à liquidez geral devido à ausência de inventários. Podemos verificar, para a entidade Limpeza Certa, com a inclusão dos inventários, o valor dos rácios de liquidez reduzida diminui em relação ao de liquidez geral, mas é pouco significativo. Mesmo a empresa após fusão, não baixa do valor de um, logo podemos concluir que tem um bom rácio de liquidez para fazer face aos seus compromissos com terceiros.

### 3.5.5 Rácios de atividade

Tendo em conta que a vida a empresa incorporada acaba em 2018 ao fim de 212 dias, os rácios de atividade desta empresa são calculados tendo em conta apenas este período.

Quanto mais baixo o prazo médio de recebimentos, mais rápido pagam os clientes as suas dívidas, portanto, menores os custos de financiamento da atividade de exploração. Neste grupo económico, em que ambas as entidades estão inseridas, de acordo com o departamento controlo de crédito da *holding*, espera-se que essas dívidas sejam liquidadas, em média, dentro de 60 dias. Esse prazo, no entanto, pode variar dependendo sempre dos contratos celebrados com os clientes, sendo que há alguns com prazo de pagamento de 30 dias e outros até de 120.

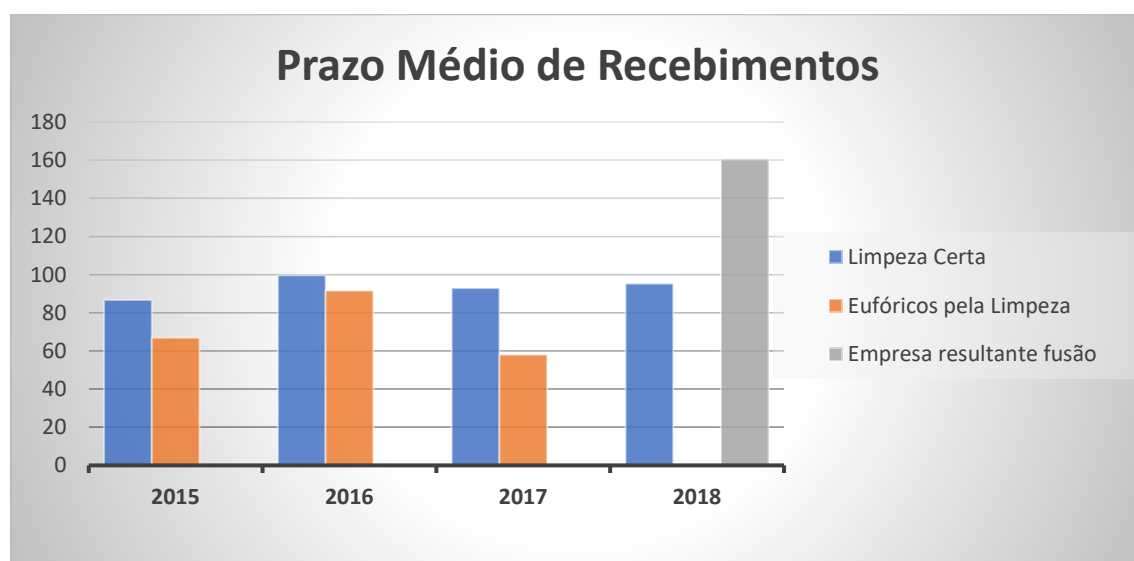


Gráfico 12 – Cálculo do PMR de 2015 a 2018.

Fonte: Elaboração própria

Na empresa Eufóricos pela Limpeza, os anos de 2015 e 2017, foi o período em que se verificou o número médio de dias mais baixo a receber dos seus clientes, não fugindo muito dos 60 dias. Já a empresa Limpeza Certa, apresenta o número médio de dias superiores à política de recebimentos. De 2016 até Julho 2018, verifica-se que o número médio esteve

perto de 100 dias, superior ao número de dias esperado, valores estes que podem ser confirmados na tabela do apêndice V.

Na empresa resultante da fusão, em 2018, este valor tornou-se muito alto, perto dos 160 dias. Com valores assim altos, a empresa pode apresentar problemas de tesouraria, pois há muitos custos de financiamento que a empresa tem de suportar até receber dos seus clientes.

Quanto ao prazo médio de pagamento, também a política de pagamentos a terceiros é de 60 dias, sendo que efetivamente podem ser de 75 a 80 dias, pois a tesouraria paga pelo resumo mensal do fornecedor, ou seja, as faturas de início do mês são pagas com mais dias de atraso que as do fim do mês.

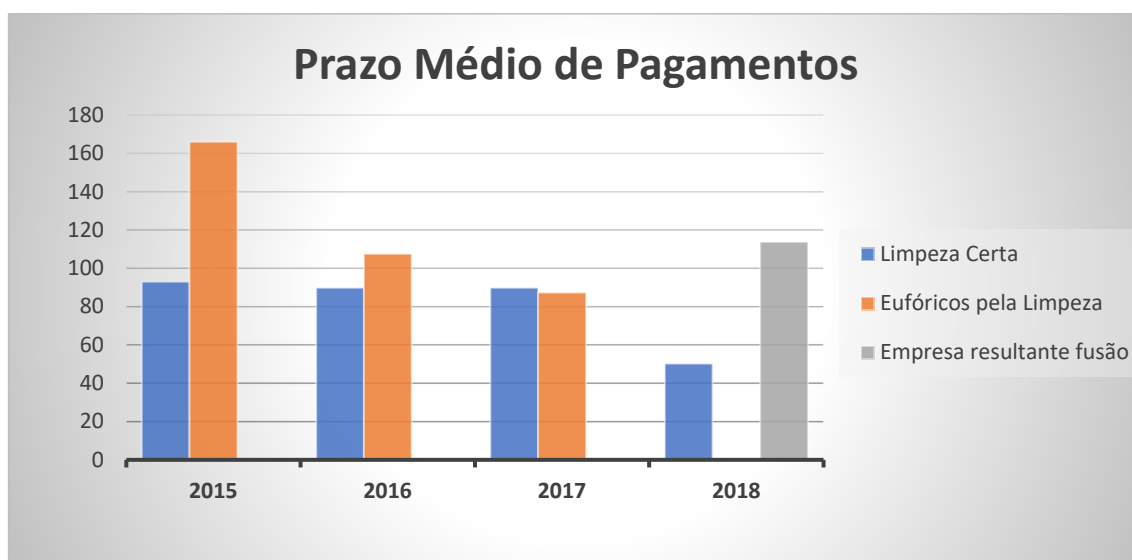


Gráfico 13 – Cálculo do PMP de 2015 a 2018.

Fonte: Elaboração própria

De acordo com o gráfico acima, verifica-se que, em Julho de 2018, a empresa Limpeza Certa foi a que apresentou um prazo médio de pagamentos mais baixo (cerca de 50 dias) em relação às duas empresas e durante os quatro anos em estudo.

No ano de 2015, a empresa Eufóricos pela Limpeza apresenta um número de dias muito elevado em relação aos outros anos. Este valor difere muito da média dos dias de recebimento dos seus clientes.

De acordo com a política, o número médio de dias de pagamento não deveria ultrapassar os 80 dias, assim o ano de 2017 foi o mais estável em relação a este rácio. Mesmo a entidade após a fusão, em 2018, apresenta um índice de PMP inferior ao PMR, difere em cerca de 46 dias. Ou seja, com esta disparidade de datas entre os pagamentos e os

recebimentos, acrescida das diferenças de montantes envolvidos (superiores no que diz respeito ao volume de negócios), a entidade tem de suportar muitos custos o que pode causar problemas de tesouraria, uma vez que paga mais rápido a fornecedores do que recebe dos seus clientes.

### 3.5.6 Fluxos de Caixa

De seguida, apresenta-se o mapa dos fluxos de caixa das três atividades das entidades antes e após fusão.

No gráfico dos fluxos de caixa operacionais, verifica-se que no ano de 2015 foi o ano em que a atividade operacional gerou maiores fluxos de tesouraria em ambas as entidades, uma vez que a empresa Limpeza Certa apresentava um valor de 1 787 735 e a empresa Eufóricos pela Limpeza apresentava 128 892, como se pode confirmar na tabela do apêndice VI, em ambas as entidades os valores eram positivos.



Gráfico 14 – Cálculo fluxos de caixa das atividades operacionais de 2015 a 2018.

Fonte: Elaboração própria

Nos anos de 2016 e 2017, em ambas as entidades, esses indicadores desceram drasticamente, situando-se em valores negativos. Nestes anos, para ambas as entidades, os valores negativos das atividades operacionais eram influenciados pela rubrica de outros recebimentos/pagamentos, que no ano de 2016, para a entidade Limpeza Certa, ascendia a -28 322 450. Apenas no ano de 2016, para a entidade Eufóricos pela Limpeza, esse valor também era influenciado pelos pagamentos aos fornecedores e ao pessoal, pois os recebimentos de clientes não superavam esses pagamentos.

Já no ano de 2018, para a entidade Limpeza Certa, os dados apresentados são até Julho de 2018, logo, os valores dos pagamentos aos fornecedores e ao pessoal, assim como os recebimentos, são menores em comparação com os anos anteriores. Mas, até este período, os recebimentos de clientes eram superiores aos pagamentos.

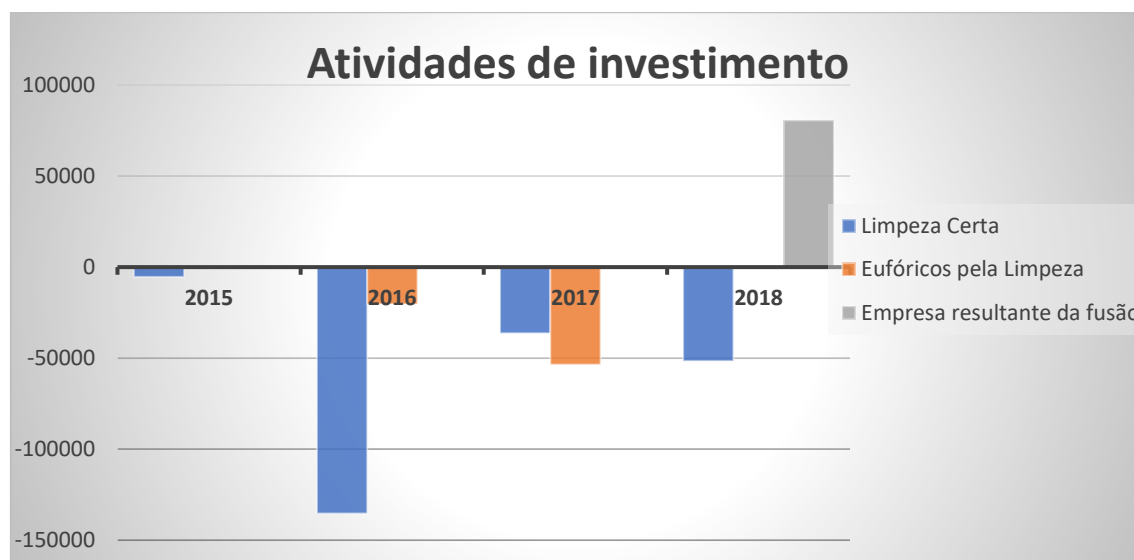


Gráfico 15 – Cálculo fluxos de caixa das atividades de investimento de 2015 a 2018.

Fonte: Elaboração própria

Nos fluxos de caixa de atividades de investimento, em todos os anos verificaram-se valores negativos, à exceção da empresa resultante da fusão no ano de 2018. Os valores negativos desta atividade estão diretamente relacionados com os pagamentos relativamente aos Ativos Fixos Tangíveis (AFT), que são habitualmente muito superiores aos recebimentos provenientes desses investimentos.

No ano de 2015, a entidade Eufóricos pela Limpeza não apresentou atividades de investimento.

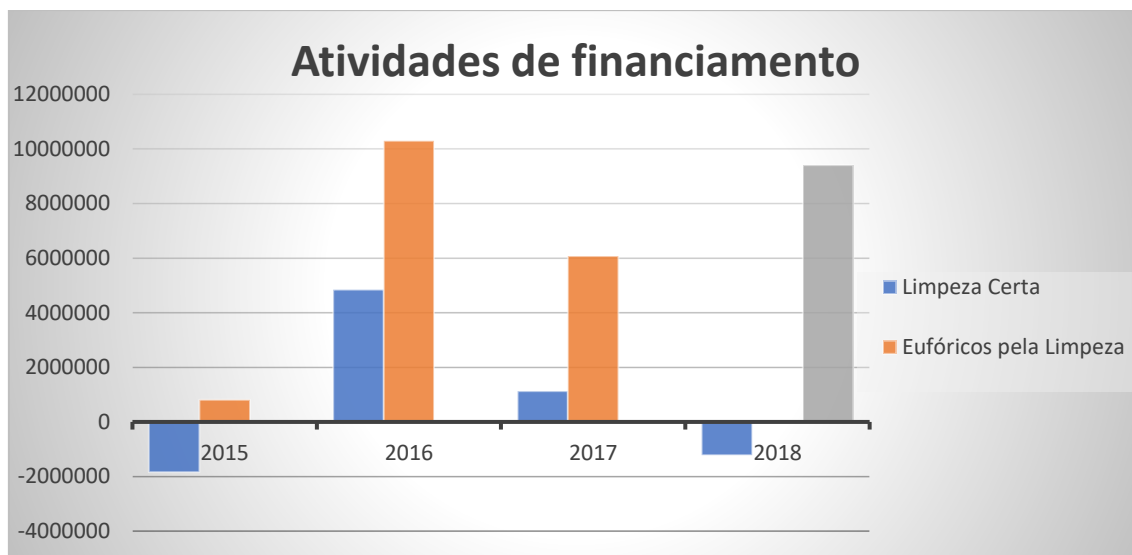


Gráfico 16 – Cálculo fluxos de caixa das atividades de financiamento de 2015 a 2018.

Fonte: Elaboração própria

Os fluxos de caixa de atividades de financiamento, nos quatro anos em estudo, são na grande maioria sempre positivos. Esta atividade é influenciada na sua grande maioria pelos financiamentos obtidos. Se os recebimentos provenientes destes financiamentos forem superiores aos pagamentos, então este fluxo de caixa será positivo. Mas para a entidade Limpeza Certa, a 31 Julho 2018, a atividade de financiamento apresentava valores negativos pois os pagamentos de financiamentos obtidos foram superiores aos recebimentos. Para o cálculo das atividades de financiamento, não são apenas os financiamentos obtidos que influenciam esta atividade, mas também os juros e gastos similares.

### 3.5.7 Avaliação de empresa segundo modelo *cash-flows* descontados

Para efetuarmos a avaliação da entidade em estudo, os valores das demonstrações financeiras foram fornecidos pela mesma em Outubro de 2019, com data de setembro 2019, o qual foi necessário esperar pelos mesmos para efetuarmos uma análise mais rigorosa desta avaliação.

Para este estudo, existem alguns pressupostos a considerar para o ano de 2019, nomeadamente, a proporção registada nos primeiros nove meses do ano, para as rubricas de clientes, e financiamentos obtidos a curto e a médio e longo prazo.

Para o cálculo da taxa  $R_{cp}$ , existem alguns valores que temos de considerar, nomeadamente:

- A  $R_f$  é de -0,625%, ou seja, a taxa de juro da dívida pública da Alemanha a 5 anos, de acordo com o site Investing;
- o  $\beta$  utiliza-se o valor de 0,77, ou seja, do beta europa nomeadamente unlevered beta, para Business & Consumer Services, de acordo com Damodaran (2019) no seu estudo “Beta, unlevered beta and other risk measures”;
- Para o prémio de risco do mercado, utiliza-se o valor de 9,02%, de acordo com Damodaran (2019) no seu estudo intitulado “Country Default Spreads and Risk Premiums.”, para Portugal.
- Ainda se usa para o cálculo, um prémio devido à entidade ser considerada uma PME (Pequena e Média Empresa), no valor de 3,5%, segundo Grandis e Palazzi (2015).

Será calculado o *free cash flow* previsional para 2020 da nova entidade, e os *cash flows* de 2015 a 2017 das entidades antes da fusão, e os *cash flows* de 2018 e 2019 da nova entidade e assim verificar a evolução nas mesmas.

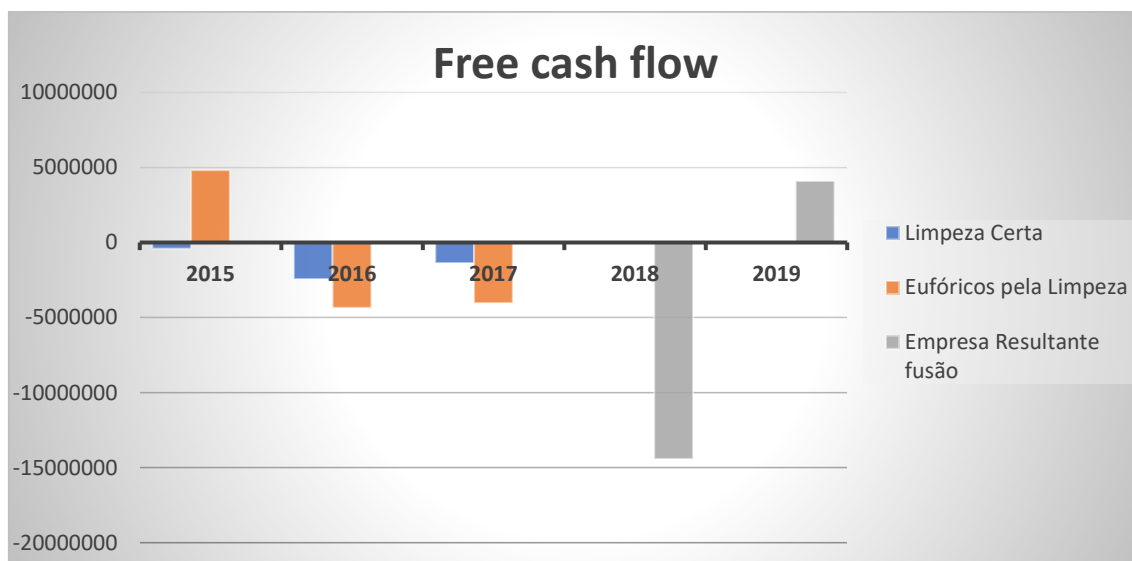


Gráfico 17 – Cálculo *free cash flows* de 2015 a 2019.

Fonte: Elaboração própria

Na empresa Eufóricos pela Limpeza, o *cash-flow* apresentado em 2015 era de 4 828 879 ao contrário dos anos seguintes para esta entidade que foram sempre negativos, valores que podem ser confirmados no apêndice VII. No ano de 2017, a mesma entidade apresenta um *cash-flow* de -4 023 812, isto deve-se à atividade operacional nesse ano ser negativa, existe um grande investimento em necessidades fundo maneio. Neste ano ainda é

apresentado um desinvestimento em ativos, mas mesmo assim não compensa os investimentos anteriores.

Na empresa Limpeza Certa, nos anos em estudo, os *cash-flows* foram sempre negativos. No ano de 2017, o *cash-flow* era de -1 368 135, também influenciado pelo resultado operacional desse ano negativo. Mesmo com NFM negativas, estas não são suficientes para inverter o sinal, pois o resultado operacional desse ano ascendia a -2 423 160, e ainda é apresentado um investimento em AFT mas reduzido.

Já na entidade resultante da fusão, o *cash-flow* para 2019 estima-se em 4 089 635, pois apesar de a atividade operacional ser negativa, os valores das depreciações são altas, o que ajuda a compensar o valor negativo do resultado operacional. Em 2019, ao contrário de 2018, houve um grande desinvestimento das NFM, o que origina um valor totalmente diferente dos *cash-flows* de 2018 para 2019. Também neste mesmo ano, não estão previstos, investimentos em AFT.

Para a determinação do *cash-flow* previsional da empresa resultante da fusão, considera-se  $g=0\%$  em 2019, devido aos *free cash-flows* anteriores serem negativos.

Assim, como os valores foram atualizados para Dezembro de 2019, então o *cash-flow* previsto para o ano seguinte, neste caso a 1 Janeiro de 2021, é de 4 089 635. Mesmo sendo os *cash-flows* dos anos anteriores negativos, é espectável que em 2021 o *cash-flow* siga a mesma linha de 2020, tornando-se positivo. No entanto, tendo em conta o pequeno percurso histórico da nova entidade resultante da fusão, e o facto de os *cash-flows* terem mostrado sinais de muita volatilidade, a estimação do valor da nova entidade fica comprometido, pois não há segurança para podermos realizar esta estimação. Tendo em conta um WACC de 11,40%, que resulta de um financiamento por capitais próprios em 55% e alheios em 45%, em que o custo dos capitais próprios está estimado em 10,44% e o capital alheio em 15,04%, com uma taxa marginal de imposto de 16,45%, o valor da nova entidade estima-se em 35 888 312 euros.

No entanto, para podermos avaliar se a fusão originou criação ou destruição de valor, será mais prudente limitarmo-nos à comparação da evolução dos *cash-flows* das duas entidades no período pré-fusão, bem como o *cash-flow* da nova entidade no primeiro ano (ainda que incompleto) com a fusão. Reparamos, então, que após uma série de *cash-flows* negativos nos últimos três anos, finalmente estima-se uma inversão de sinal no que diz respeito a este indicador. Portanto, adivinha-se que a fusão tenha originado criação de valor para os detentores do capital.





As fusões e aquisições, ao longo da última década, apresentaram um impacto crescente na Europa. Durante esse período, de altos e baixos, o ano de 2013 foi o ano com menor número de fusões. Em Portugal, o cenário não foi muito diferente, tendo-se verificado um decréscimo do número de fusões entre 2011 e 2014, sendo de ressaltar que no ano de 2014, apesar de não apresentar número de fusões acima de 100, o seu valor era considerado bastante elevado, em cerca de 18 milhares de milhões de euros. O ano de 2014 foi o ano que mais se aproximou quer em número quer em valor do ano historicamente mais alto, 2017.

Como já foi mencionado ao longo deste trabalho, estas entidades optaram pelo processo de fusão por incorporação, pois como estas estão inseridas num grupo económico, que detém a 100% ambas as entidades, a *holding* optou por este tipo de fusão pela especial razão de estas desenvolverem a mesma atividade profissional, alterando assim o objeto social para a empresa resultante da fusão.

Antes da fusão, as duas entidades tinham estatutos jurídicos diferentes, sendo que a entidade Limpeza Certa era uma sociedade anónima, enquanto que a entidade Eufóricos pela Limpeza era uma sociedade por quotas. E essa diferença levava a que uma entidade fosse detida por acionistas e a outra por sócios.

Ainda antes da fusão, a 11 Junho, a *holding* efetuou um aumento de capital na empresa Eufóricos pela Limpeza, por entradas em espécie constituídas pela totalidade das ações da empresa Limpeza Certa, assim como as prestações suplementares da mesma. Com a fusão, a nova entidade alterou a sua denominação para sociedade anónima, com valor nominal de 10 € por cada ação.

À data da fusão, todas as ações da empresa Limpeza Certa, eram detidas pela empresa Eufóricos pela limpeza, constituído por 2 537 128 ações, com valor nominal de 1 euro. As ações desta nova entidade pertencem integralmente à *holding*.

Assim, esta nova entidade espera que vir a obter uma evolução positiva nas diversas sinergias, nomeadamente de custos, de receitas e financeiras, para melhorar o poder negocial no mercado onde atua e simultaneamente ser mais competitiva no mesmo.

Neste estudo caso, a entidade anteriormente designada de Limpeza Certa, deixa de existir e as duas entidades fundem-se numa só, logo a forma de aquisição não pode ser considerada neste estudo, pois uma aquisição apenas adquire uma parte da empresa, como é o caso de aquisição de ações, e essa mesma entidade continua a existir. Assim estamos perante uma fusão, mais especificamente uma fusão por incorporação, pois todo o

património da entidade incorporada passa para a nova entidade, assim como todas as ações. Não foi criada uma nova entidade, mas sim incorporada duas numa já existente, logo não se enquadra na fusão por concentração.

A fusão por incorporação em estudo, enquadra-se no tipo de fusão horizontal, pois as entidades Eufóricos pela Limpeza e Limpeza Certa, estão inseridas no mesmo setor de atividade, prestam o mesmo tipo de serviço, para o mesmo mercado de negócios.

Relativamente ao número de trabalhadores da empresa após a fusão, verificou-se que o número diminui, em comparação com o ano de 2017 das duas entidades. No ano de 2015, estas entidades tinham 8 285 colaboradores. Em 2016 verificou-se um aumento para 11 414 colaboradores. Já no ano de 2017 apresentaram uma diminuição no número de trabalhadores, totalizando assim 9 849 colaboradores. No final do ano de 2018, os colaboradores já estavam todos integrados na entidade resultante da fusão, em que se verifica uma nova diminuição, para um total de 7762 colaboradores. Dos quatro anos em estudo, este ano é o que apresenta menor número de trabalhadores, podendo concluir-se que esta diminuição está relacionada com a fusão. Tal como previsto, para esta nova entidade, foi considerado que havia trabalhadores em excesso, e com os ajustamentos/acumulações nos serviços e funções, alguns foram considerados desnecessários.

Pode constatar-se que há uma diminuição nos gastos com pessoal no ano de 2018. No ano de 2017 os custos nesta rubrica, nas duas entidades, ascendiam a 66 450 334 euros. Já em Dezembro de 2018 na nova entidade pós-fusão, esta rubrica baixou o seu valor para 31 555 286 euros. Esse decréscimo de 34 895 048 euros é uma diferença de grande impacto nas contas destas entidades.

O saldo dos clientes em 2018, ascendia a 18 862 492 euros, diminuindo consideravelmente em comparação com o ano de 2017, em que era de 21 693 248 euros nas duas entidades.

O volume de negócios da entidade após a fusão, em Dezembro de 2018 ascendia a 34 918 364 euros e no ano de 2017, para as duas entidades, era de 74 377 546 euros, assim, verifica-se uma diminuição drástica de 39 459 182 euros face ao ano anterior.

Conclui-se que o volume de negócios desta nova entidade diminuiu consideravelmente, pois só na entidade que foi incorporada, em 2017, o volume de negócios era de 60 985 288 euros, o que traduz um grande impacto no mercado de negócios em que atuam. Esta diminuição deve-se, também, ao afastamento por parte da nova entidade dos clientes que estão em dívida há muito tempo e aqueles que pagam muito depois do prazo estabelecido. Consequentemente, as prestações de serviços da entidade diminuem.

Esta exclusão de clientes críticos, faz diminuir o volume de negócios, como também o saldo de clientes em dívida, com reflexos positivos ao nível das necessidades de fundo de maneio. Esta nova decisão está diretamente relacionada com a nova estratégia para esta nova entidade se tornar mais competitiva no mercado de negócios.

Como o saldo dos clientes não exclui de imediato esses clientes críticos, vai melhorando ao longo do tempo, assim como as prestações de serviços tende a aumentar, com os clientes considerados bons para este negócio. A 30 de Setembro de 2019, o saldo de clientes era de 16 616 448 e as vendas e serviços prestados ascendiam a 43 725 369, verificando-se logo aqui um aumento significativo na prestação de serviços e uma diminuição no saldo de clientes, fazendo assim diminuir o PMR.

No rácio do prazo médio de recebimentos, a entidade resultante da fusão demora 160 dias a receber, como anteriormente foi referido, o valor elevado do saldo de clientes, em comparação com os serviços prestados, é devido aos clientes críticos, que não foi possível abandonar no imediato e os saldos em dívida ainda estão refletidos nessa rubrica. Repare-se que no ano de 2017, o prazo médio de recebimento das duas entidades variava aproximadamente entre os 57 e os 92 dias. Mesmo no ano de 2016, um dos anos com o número de dias elevado, nunca chegaram aos 100 dias para receberem dos clientes. Daí, pode-se afirmar que o departamento de cobranças não está a conseguir com que os clientes cumpram os prazos estabelecidos.

No rácio de rendibilidade dos capitais próprios, a entidade resultante da fusão apresenta um rácio negativo, influenciado pelo RLP negativo. Conclui-se que esta nova entidade, em 2018, não consegue gerar lucros para a única acionista, a *holding*.

Nos rácios de rendibilidade das vendas, conclui-se que os encargos financeiros não são muito significativos, porque não se verifica uma grande alteração da rendibilidade operacional para a rendibilidade líquida das vendas, como foi indicado anteriormente neste estudo. Em comparação com o ano de 2017, a empresa resultante da fusão obteve um valor melhor, embora que ainda negativo, pois o valor de 2018 foi inferior às duas entidades no ano anterior.

Tanto no rácio da rendibilidade do ativo como nos rácios de desempenho bolsista, na empresa resultante da fusão, apresentam indicadores negativos. Pode-se concluir que, no ano da fusão, na nova entidade, a capacidade de o investimento gerar resultados é muito baixo.

Para os acionistas, tendo em conta o encerramento de contas em 2018, utilizando os indicadores de desempenho bolsista, não se pode concluir que esta fusão lhes tenha sido benéfica, pois verificamos que o indicador EPS, em comparação com a entidade incorporada

em 2017, tornou-se ainda mais negativo. Para além disso, o rácio PER também se tornou ainda mais negativo, em comparação com a entidade Limpeza Certa em 2017, logo torna-se mais difícil os acionistas recuperarem o valor investido.

Já no rácio de autonomia financeira, conclui-se que a nova entidade tem um bom grau de solvabilidade.

Tanto o rácio de liquidez geral como da reduzida, apresentam um bom indicador de liquidez, ou seja, há indícios de que a nova entidade consiga cumprir as suas obrigações perante os terceiros. Os inventários não são muito significativos, daí a diferença entre os dois indicadores ser muito reduzida.

Nos mapas de fluxos de caixa para as atividades operacionais, em relação ao ano de 2017, a empresa resultante da fusão diminuiu em 476 052 euros. Conclui-se que este fluxo de caixa apresenta valores negativos devido à rubrica de outros recebimentos/pagamentos, como foi afirmado anteriormente. Já nas atividades de investimento, a empresa resultante da fusão apresentou um valor positivo elevado, em comparação com os três anos anteriores, que em ambas as entidades os valores desta atividade eram sempre negativos. Também nas atividades de financiamento, esta nova entidade apresenta um indicador positivo elevado, em comparação com os dois anos anteriores. Este fluxo de caixa é positivo devido aos financiamentos obtidos, que ascenderam a 22 649 166 euros.

Em termos de liquidez e de autonomia financeira, conclui-se que esta fusão foi benéfica, em comparação como o ano anterior, tanto para as entidades envolvidas como para a *holding*. Face a terceiros, verifica-se que a entidade paga mais rápido do que aquilo que recebe, podendo, no futuro criar um problema de tesouraria. Daí a nova entidade optar por excluir os clientes de difícil cobrança.

Para a análise da avaliação da empresa incorporante, esperou-se pelos dados de Setembro de 2019 para efetuar uma análise mais atualizada, no entanto, não foi possível esperar por esses mesmos dados para efetuar o cálculo de todos os rácios. Assim, os restantes rácios foram calculados até ao ano de 2018, apenas na avaliação da empresa é que foi possível o cálculo mais atualizado.

Pela análise dos *cash-flows*, estima-se que a entidade resultante da fusão, apresente um *cash-flow* positivo, e nesse mesmo sentido, estima-se que em 2020 a mesma entidade obtenha um *cash-flow* positivo, ao contrário dos anos anteriores a 2019 serem negativos. Portanto, por esta perspectiva, os últimos dados contabilísticos permitem adivinhar a criação de riqueza para os acionistas, com um valor da nova entidade a passar de negativo a positivo.

Uma das limitações deste estudo é a escassez de artigos científicos acerca deste tema, e os existentes não são muito atuais, tanto na literatura nacional como na internacional. A temática das fusões e aquisições é, principalmente, encontrada em livros e não tanto em artigos. Outra limitação é o facto de apenas a entidade Limpeza Certa estar cotada e a empresa Eufóricos pela Limpeza não. Assim, não foi possível calcular os rácios de desempenho bolsista para as duas antes da fusão, ou seja, não se conseguiu concluir se houve ou não criação de valor para os acionistas. Apenas foi possível fazer a comparação da criação de valor para os mesmos entre a nova entidade resultante da fusão com a entidade Limpeza Certa.

Seria pertinente efetuar-se mais estudos acerca deste tema, uma vez que na última década este processo tem vindo a aumentar e a ter impacto bastante significativo no mundo empresarial. As motivações que eram apresentadas, atualmente podem ser refutadas com novas motivações, e/ou outras que foram evoluindo no tempo e com fusões mais atuais.

Era interessante efetuar o estudo desta mesma fusão, daqui a dois ou três anos, pois o ano de 2018 foi o ano em que a mesma ocorreu, apresentando ainda muitos sinais provenientes da reestruturação implementada. Por exemplo, ainda há muitos dados que estão sobrecarregados com os custos da fusão, nomeadamente, os gastos com pessoal, que foram muito elevados em 2018. Fazer o estudo da mesma após o encerramento dos anos de 2020 ou 2021, seria interessante para entender melhor as diferenças de alguns rácios, nomeadamente se o PMR diminuía e se o volume de negócios da mesma também aumentava com a nova política de excluir “maus” clientes. Também era interessante para verificar se os valores previstos do *free cash-flow* eram próximos dos valores registados.

## **REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS**

---

- Alam, A., Khan, S., FareehaZafar. (2014) Strategic Management: Managing Mergers & Acquisitions. *International Journal of BRIC Business Research (IJBBR)*, nº1 Volume 3, pp 1-10;
- Andersen, A. (1994). *Fusão e Aquisição de Empresas e Negócios*. Lisboa: IAPMEI;
- Araújo, L. M. de, Silva, R. M., Silva, E. S. e, Pereira, A., & Vaz, Â. (2017). Fusões e aquisições no contexto da globalização. *REGE Revista de Gestão*. Obtido de <http://recipp.ipp.pt/handle/10400.22/11401>, a 03/06/2019;
- Associação Industrial Portuguesa (AIP) (2013). *Fusões e Aquisições em Portugal- Estudo de Benchmarking*. Lisboa;
- Assunção, M. (2016) *Fusões e Aquisições no Contexto de Reestruturação do Grupo*. Dissertação de Mestrado em Contabilidade e Finanças. Porto: Instituto Superior de Contabilidade e Administração do Porto;
- Barata, A. S. (2005). *Concentração de Empresas e Consolidação de contas*. Lisboa: Editorial Notícias;
- Brealey, R. A., Myers, S. C. (1992). *Princípios das Finanças Empresariais*. 3ª Edição. Lisboa: Mc Graw-Hill Portugal;
- Camargos, M., Brabosa, F. (2003). Fusões, Aquisições e Takeovers: Um levantamento teórico dos motivos, hipóteses testáveis e evidências empíricas. *Caderno de Pesquisas em Administração*, nº2 Volume 2, pp 17-38;
- Carmo, M. (2013). *Indicadores Económico-Financeiros: O caso da indústria alimentar*. Relatório de estágio do Mestrado de Gestão. Coimbra: Faculdade Economia Universidade Coimbra;
- Damodaran, A (2019). *Country Default Spreads and Risk Premiuns*. Obtido em [http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New\\_Home\\_Page/datafile/ctryprem.html](http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html), a 27/10/2019;
- Damodaran, A (2019). *Beta, Unlevered beta and other risk measures*. Obtido em <http://people.stern.nyu.edu/adamodar/pc/datasets/betaEurope.xls>, a 27/10/2019;
- Duff e Phelps (2014). *Differences in Returns Between Large and Small Companies in Europe*. Obtido em <https://www.duffandphelps.com/insights/publications/cost-of-capital/differences-in-returns-between-large-and-small-companies-in-europe>, a 27/10/2019;
- Esperança, J. P; Matias, F. (2005). *Finanças empresariais*. Lisboa: Publicações Dom Quixote;



- Fernandes, C., Peguinho, C., Vieira, E., Neiva, J. (2012). *Análise Financeira- Teoria e Prática*. Lisboa: Edições silabo;
- Ferreira, D. (2002). *Fusões, Aquisições e Reestruturações de Empresas - Volume I*. 1ªed. Lisboa: Edições Silabo;
- Ferreira, D. (2017). *Fusões, Aquisições, Cisões e Outras Reestruturações de Empresas- Abordagem Estratégica e Organizacional- Volume I*. Rei dos Livros;
- Ferreira, D. (2017). *Fusões, Aquisições, Cisões e Outras Reestruturações de Empresas- Abordagem jurídica e "Due diligence" integral- Volume II*. Rei dos Livros;Ferreira, D. (2018). *Fusões, Aquisições, Cisões e Outras Reestruturações de Empresas- Avaliação de Empresas e de Negócios- Dimensão Financeira e Performance- Volume III*. Rei dos Livros;
- Gaughan, Patrick. (1996). *Mergers, Acquisitions and Corporate Restructurings*. 1ª ed. New York. John Wiley & Sons, Inc;
- Gonçalves, S. (2017). *A concentração empresarial das empresas familiares em Portugal: motivações e condicionantes*. Dissertação de Mestrado em Análise Financeira. Coimbra: Instituto Superior de Contabilidade e Administração de Coimbra;
- Grandis, F. e Palazzi, F. (2015) *The valuation methods for small and medium enterprises*. Rivista Piccola Impresa/Small Business - n. 2, ano 2015;
- Hirschey, M. (1986) Merger, buyouts and fakeouts. *American Economic Review*, Nashville: American Economic Association, nº2 Volume 76, pp.17-321;
- Investing (2019). Obtido em <https://pt.investing.com/rates-bonds/germany-5-year-bond-yield>, a 25/10/2019;
- Lopes, C. A. (2010). *Consolidação de contas- Teoria e casos práticos*. Lisboa: Edições Sílabo;
- M&A Statistics by Countries (2019). Institute for Mergers, Acquisitions and Alliances (IMAA). Obtido em <https://imaa-institute.org/m-and-a-statistics-countries/>, a 09/06/2019;
- M&A Statistics by Countries (2019). Institute for Mergers, Acquisitions and Alliances (IMAA). Obtido em <https://imaa-institute.org/mergers-and-acquisitions-statistics/#Mergers-Acquisitions-Europe>, a 09/06/2019;
- Matos, P. V., e Rodrigues, V. (2000). *Fusões e Aquisições-Motivações, Efeitos e Política*. Cascais: Principia - Publicações Universitárias e Científicas;
- Müller, A. N., e Teló, A. R. (2003). Modelos de avaliação de empresas. *Revista da FAE*, nº2 Volume 6, pp 97-112;

- Nabais, C., e Nabais, F. (2004). *Prática Financeira: Análise económica e financeira*. Lisboa: Líder-Edições Técnicas;
- Neves, J. C. (2003). *Análise Financeira- Volume I- Técnicas Fundamentais*. Lisboa: Texto Editora;
- Neves, J. C. (2003). *Análise Financeira- Volume II- Avaliação do desempenho baseada no valor*. Lisboa: Texto Editora;
- Neves, J.C. (2012). *Análise e Relato Financeiro: uma visão integrada de gestão*. 5ª edição. Lisboa: Texto Editores;
- Nogueira, A. (2017) *Impacto das fusões e aquisições no desempenho: O caso da Infraestruturas de Portugal, S.A.* Dissertação de Mestrado em Contabilidade e Finanças. Coimbra: Faculdade de Economia da Universidade de Coimbra;
- Pinho, C., Tavares, S. (2005). *Análise Financeira e Mercados*. Lisboa: Área Editores;
- Relatório e Contas de 2014, da Eufóricos pela Limpeza, Lda;
- Relatório e Contas de 2014 da Limpeza Certa, S.A;
- Relatório e Contas de 2015, da Eufóricos pela Limpeza, Lda;
- Relatório e Contas de 2015 da Limpeza Certa, S.A;
- Relatório e Contas de 2016, da Eufóricos pela Limpeza, Lda;
- Relatório e Contas de 2016 da Limpeza Certa, S.A;
- Relatório e Contas de 2017, da Eufóricos pela Limpeza, Lda;
- Relatório e Contas de 2017 da Limpeza Certa, S.A;
- Relatório e Contas de Julho 2018, da Limpeza Certa, S.A;
- Relatório e Contas de 2018 da Limpeza Certa, S.A (nova);
- Rodrigues, V. (1998). *Fusões e aquisições: a evidência empírica*. Faculdade de Ciências Económicas e Empresariais- Universidade Católica Portuguesa;
- Santos, J. O. (2006). A contribuição da determinação do valor da empresa e do EVA no processo de análise de crédito. *REGE Revista de Gestão*, nº 3 Volume 13, pp 41-55. Obtido em <http://www.periodicos.usp.br/rege/article/view/36565/39286>, a 28/10/2019;
- Sherman, A.J., Hart, M.A. (2006). *Mergers & Acquisitions from A to Z*. American Management Association;
- Sherman, A.J., (2010). *Mergers & Acquisitions from A to Z*. 3ª ed. American Management Association;
- Semedo, R. (2002). *Análise Empírica das Reações do Mercado ao Anúncio de Fusões e Aquisições: Um Estudo de Casos Portugueses*. Dissertação de Mestrado em

- Contabilidade, Fiscalidade e Finanças Empresariais. Lisboa: Instituto Superior de Economia de Lisboa;
- Silva, E. S. (2010). *Gestão Financeira- Análise de Fluxos Financeiros*. 3ª Edição. Porto: Vida Económica;
- Silva, E. S., e Queirós, M. (2013). *Análise de Investimentos em Ativos Reais–Abordagem Convencional-Volume 1*. Porto: Vida Económica;
- Silva, E. S. (2015). *Fusões e Aquisições-Abordagem Contabilística, Financeira e Fiscal*. Porto: Vida Económica;
- Valente, H. (2005). *Fusões e Aquisições- Regulação e Finanças das Empresas*. Vida Económica;
- Ventura, R. (1990). *Fusão, Cisão, Transformação de Sociedades*. Coimbra: Livraria Almedina;
- Vieito, J.P, Maquieira, C.P. (2010). *Finanças Empresariais: Teoria e Prática*. Lisboa: Escolar Editora;
- Weston,J.F, Mitchell, M.L., Mulherin, J. H. (2004). *Takeovers, Restructuring, and Corporate Governance*. New Jersey: Pearson Education.



## Apêndice I – Rácios de rentabilidade

ROE	2015	2016	2017	2018
Limpeza Certa	0,11	0,28	-0,63	0,02
Eufóricos pela Limpeza	-0,22	-3,91	0,59	
Empresa resultante fusão				-0,21

Tabela 3 - Cálculo do Indicador ROE de 2015 a 2018

Fonte: Elaboração Própria

ROS	2015	2016	2017	2018
Limpeza Certa	0,02	0,04	-0,04	0,01
Eufóricos pela Limpeza	0,02	-0,06	-0,09	
Empresa resultante fusão				-0,02

Tabela 4 - Cálculo do Indicador ROS de 2015 a 2018

Fonte: Elaboração Própria

RLV	2015	2016	2017	2018
Limpeza Certa	0,01	0,03	-0,05	0
Eufóricos pela Limpeza	-0,01	-0,07	-0,10	
Empresa resultante fusão				-0,03

Tabela 5 - Cálculo do Indicador RLV de 2015 a 2018

Fonte: Elaboração Própria

ROA	2015	2016	2017	2018
Limpeza Certa	0,05	0,10	-0,11	0,01
Eufóricos pela Limpeza	0,03	-0,12	-0,34	
Empresa resultante fusão				-0,02

Tabela 6 - Cálculo do Indicador ROA de 2015 a 2018

Fonte: Elaboração Própria

## Apêndice II – Rácios de desempenho bolsista

EPS	2015	2016	2017	2018
Limpeza Certa	21,80	68,84	-110,78	3,86
Empresa resultante fusão				-116,94

Tabela 7 - Cálculo do Indicador EPS de 2015 a 2018

Fonte: Elaboração Própria

PER	2015	2016	2017	2018
Limpeza Certa	4,59	1,45	-0,90	25,91
Empresa resultante fusão				-8,557

Tabela 8 - Cálculo do Indicador PER de 2015 a 2018

Fonte: Elaboração própria

## Apêndice III – Rácio de autonomia financeira

Autonomia financeira	2015	2016	2017	2018
Limpeza Certa	0,29	0,26	0,20	0,20
Eufóricos pela Limpeza	0,03	0,04	-0,66	
Empresa resultante fusão				0,16

Tabela 9 - Cálculo do Indicador Autonomia financeira de 2015 a 2018

Fonte: Elaboração própria

## Apêndice IV – Rácios de liquidez

Rácio	Empresa	2015	2016	2017	2018
<b>Liquidez Geral</b>	Limpeza Certa	1,34	1,31	1,21	1,20
	Eufóricos pela Limpeza	2,55	2,09	1,02	
	Empresa resultante fusão				1,15
<b>Liquidez Reduzida</b>	Limpeza Certa	1,33	1,31	1,21	1,19
	Eufóricos pela Limpeza	2,55	2,09	1,02	
	Empresa resultante fusão				1,15

Tabela 10 - Cálculo de Liquidez Geral e Reduzida de 2015 a 2018

Fonte: Elaboração própria

## Apêndice V – Rácios de atividade

Rácio	Empresa	2015	2016	2017	2018
<b>PMR</b>	Limpeza Certa	86,62	99,68	92,84	95,31
	Eufóricos pela Limpeza	66,83	91,64	57,93	
	Empresa resultante fusão				160,30
<b>PMP</b>	Limpeza Certa	92,93	89,83	89,75	50,19
	Eufóricos pela Limpeza	166,04	107,53	87,31	
	Empresa resultante fusão				113,77

Tabela 11 - Cálculo de PMR e PMP de 2015 a 2018

Fonte: Elaboração própria

## Apêndice VI – Fluxos de caixa

Atividades Operacionais	2015	2016	2017	2018
Limpeza Certa	1787735	-4645285	-1255740	1525274
Eufóricos pela Limpeza	128892	-11071808	-6171332	
Empresa resultante fusão				-7901107

Tabela 12 – Cálculo fluxos de caixa das atividades operacionais de 2015 a 2018

Fonte: Elaboração própria

Atividades Investimento	2015	2016	2017	2018
Limpeza Certa	-5378	-135245	-36286	-51519
Eufóricos pela Limpeza	0	-20387	-53473	
Empresa resultante fusão				80646

Tabela 13 – Cálculo fluxos de caixa das atividades de investimento de 2015 a 2018

Fonte: Elaboração própria

Atividades Financiamento	2015	2016	2017	2018
Limpeza Certa	-1841093	4847757	1127961	-1214082
Eufóricos pela Limpeza	814634	10295210	6081134	
Empresa resultante fusão				9407755

Tabela 14 – Cálculo fluxos de caixa das atividades de financiamento de 2015 a 2018

Fonte: Elaboração própria



## Apêndice VII – *Free Cash-Flows*

Free Cash-Flow Empresa Resultante Fusão	2018	2019
1. EBIT	- 593 527	-1 669 112
2.Taxa Imposto (IRC)	16,45%	16,45%
3.Impostos s/ EBIT (1x2)	- 97 611	-274 501
4.EBIT após Impostos (1–3)	- 495 916	-1 394 611
5.Depreciações e Amortizações	406 016	682 076
5.Variação de Perdas por Imparidade	- 76 185	136 899
7. Cash-Flow Bruto (4+5+6)	- 166 085	- 575 636
8.Variação de Inventários	45 629	1 516
9.Variação de Débitos cp	17 215 983	-5 982 749
10. Variação de Créditos cp (exceto empréstimos)	4 457 611	-1 315 962
11. Investimentos em NFM (8+9-10)	12 804 001	-4 665 271
12. Investimentos em Capital Fixo	1 457 055	0
13. Free Cash-Flow (7-11.-12)	-14 427 141	4 089 635

Tabela 15 – Cálculo free cash-flows da entidade resultante da fusão de 2018 e 2019

Fonte: Elaboração própria

Free Cash-Flow Empresa Eufóricos pela Limpeza	2015	2016	2017
1. EBIT	186 753	-711 800	-1 143 694
2.Taxa Imposto (IRC)	112,54%	2,69%	4,24%
3.Impostos s/ EBIT (1x2)	210 168	-19 166	-48 529
4.EBIT após Impostos (1–3)	-23 415	-692 634	-1 095 165
5.Depreciações e Amortizações	52 455	46 628	31 168
6.Variação de Perdas por Imparidade	1 404	-5 868	1 945
7. Cash-Flow Bruto (4+5+6)	30 444	-651 874	-1 062 052
8.Variação de Inventários	-22 993	-12 571	0
9.Variação de Débitos cp	-846 921	631 039	2 778 955
10. Variação de Créditos cp (exceto empréstimos)	3 502 749	-3 510 367	-182 828
11. Investimentos em NFM (8+9-10)	-4 372 663	4 128 835	2 961 783
12. Investimentos em Capital Fixo	-425 772	-426 895	-23
13. Free Cash-Flow (7-11.-12)	4 828 879	-4 353 814	-4 023 812

Tabela 16 – Cálculo free cash-flows da entidade Eufóricos pela Limpeza de 2015 a 2017

Fonte: Elaboração própria

Free Cash-Flow Empresa Limpeza Certa	2015	2016	2017
1. EBIT	863 918	2 506 475	-2 423 160
2.Taxa Imposto (IRC)	23,68%	24,24%	4,71%
3.Impostos s/ EBIT (1x2)	204 599	607 448	- 114 155
4.EBIT após Impostos (1-3)	659 319	1 899 027	-2 309 005
5.Depreciações e Amortizações	329 150	343 566	236 945
6.Variação de Perdas por Imparidade	-137 013	97 033	53 090
7. Cash-Flow Bruto (4+5+6)	851 456	2 339 626	-2 018 970
8.Variação de Inventários	8 334	-68 189	-16 222
9.Variação de Débitos cp	2 077 053	6 075 041	-1 702 636
10. Variação de Créditos cp (exceto empréstimos)	1 130 893	1 618 741	-722 028
11. Investimentos em NFM (8+9-10)	954 494	4 388 111	-996 830
12. Investimentos em Capital Fixo	298 543	387 810	345 995
13. Free Cash-Flow (7-11.-12)	-401 581	-2 436 295	-1 368 135

Tabela 17 – Cálculo free cash-flows da entidade Limpeza Certa de 2015 a 2017

Fonte: Elaboração própria

Valor da empresa Resultante fusão	2019
Free Cash-Flow	4 089 635
Taxa juro ativa (Rca)	15,04%
Taxa IRC	16,45
Prémio de risco do mercado (Rm)	9,02%
Risco de mercado ações empresa ( $\beta$ )	0,77
Prémio (por ser PME)	3,50%
$R_{cp} = R_f + \beta \times R_m + \text{prémio pme}$	10,44%
$CP' / (CP' + DF)$ $CP' = CP + \text{Suprimentos}$	55,02%
$DF / (CP' + DF)$ $DF = \text{Dívida Financeira}$	44,98%
$WACC = CP' / (CP'+DF) \times R_{cp} + DF / (CP'+DF) \times R_{ca} \times (1-T)$	11,40%
Valor Empresa = Free Cash-Flow/WACC	35 888 312

Tabela 18 – Cálculo valor estimado da entidade Resultante da fusão em 2019

Fonte: Elaboração própria



## Anexo I – Número e valor de fusões em Portugal

Ano	Número fusões	Valor (em milhares de milhões EUR)
1991	52	1.27
1992	113	2.04
1993	80	0.78
1994	61	2.77
1995	75	2.31
1996	57	2.78
1997	72	3.17
1998	143	6.47
1999	183	17.70
2000	293	27.10
2001	233	8.02
2002	211	7.19
2003	121	3.81
2004	157	11.65
2005	175	6.74
2006	161	22.96
2007	232	24.15
2008	261	4.47
2009	141	6.70
2010	170	7.59
2011	91	4.12
2012	97	12.48
2013	95	5.36
2014	93	18.53
2015	160	6.22
2016	167	3.93
2017	184	4.54
2018	131	12.85

*Tabela 19 – Número e valor de fusões em Portugal de 1991 a 2018*

*Fonte: IMAA*

## Anexo II – Número e valor de fusões na Europa

Ano	Número fusões	Valor (em milhares de milhões EUR)
1991	7770	147.72
1992	7294	139.10
1993	6550	132.89
1994	7248	164.16
1995	8811	250.12
1996	8961	328.99
1997	9304	518.15
1998	10958	793.06
1999	14434	1813.12
2000	18180	1585.86
2001	14085	829.52
2002	10672	585.40
2003	11148	494.13
2004	11322	675
2005	12991	917
2006	15636	1394.45
2007	18441	1759.77
2008	18139	952.22
2009	15575	519.79
2010	17412	723.88
2011	17608	590.81
2012	15716	720.01
2013	14468	520.03
2014	15904	981.86
2015	17456	1156.70
2016	18126	1011.34
2017	17573	1004.06
2018	17679	1061.20
2019(até 3 Junho)	5883	290.42

Tabela 20 – Número e valor de fusões na Europa de 1991 a 2018

Fonte: IMAA

### **Anexo III – Projeto de fusão**

Relativamente ao projeto de fusão, para o ano de 2018, a holding apresentou o objeto social a que a empresa resultante da fusão passaria a adotar.

A empresa incorporante altera a sua sede social para a atual sede da empresa incorporada e adota, também, o objeto social da mesma, sendo o seguinte:

- “A) *A prestação de serviços de:*
  - a) *Limpezas industriais, técnicas, especializadas e gerais;*
  - b) *Manutenção técnica e conservação em interiores e exteriores;*
  - c) *Projeto, realização e conservação de jardins;*
  - d) *Projetos de beneficiação do ambiente, sua execução, manutenção e atualização;*
  - e) *Desinfecção e desinfestação;*
  - f) *Gestão e administração de condomínios;*
  - g) *Portaria.*
- *B) O fabrico, comercialização, representação, importação e exportação de consumíveis, produtos e equipamentos de limpeza, químicos e equivalentes;*
- *C) A assistência técnica a terceiros, no âmbito das áreas referidas nas alíneas anteriores” (Projeto Fusão, 2018)<sup>1</sup>*

---

<sup>1</sup> Projeto Fusão 2018 das duas entidades, apresentado pelas mesmas e pela holding.